

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA MANAGEMENTU

Stanovení hodnoty podniku
Determining the Value of a Company

Student:
Vedoucí diplomové práce:

Bc. Jan Šrom
Ing. Terezie Mutinová

Ostrava 2014

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra managementu

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Jan Šrom**
Studijní program: N6208 Ekonomika a management
Studijní obor: 6208T037 Management
Téma: Stanovení hodnoty podniku
Determining the Value of a Company

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska oceňování podniku
 3. Praktická aplikace oceňovacích metod ve vybraném podniku
 4. Interpretace a zhodnocení zjištěných výsledků
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

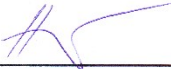
KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed Hoboken: John Wiley, 2010. ISBN 978-0-470-42465-0.
KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2865-0.
MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

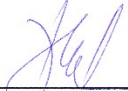
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Terezie Mutinová**

Datum zadání: 22.11.2013

Datum odevzdání: 25.04.2014


Ing. Petra Horváthová, Ph.D.
vedoucí katedry




prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci napsal samostatně. Přílohy a informace o společnosti byly převzaty z interních materiálů společnosti získaných v tištěné podobě, při konzultacích s vedoucími pracovníky, nebo byly vytvořeny na základě odborné literatury a veřejně dostupných publikací.

V Ostravě, dne: 14. 7. 2014



Bc. Jan Šrom

Poděkování

Děkuji paní Ing. Mutinové za cenné rady při vypracovávání této diplomové práce. Dále děkuji panu Ing. Michalu Holému, finančnímu řediteli CZ LOKO, a. s. a panu Bc. Tomáši Brancuzskému, personálnímu řediteli CZ LOKO, a. s. za trpělivost, rady a zejména za možnost vypracovat diplomovou práci pro jednu z nejlepších společností, působící v železničním průmyslu České republiky. Pro společnost CZ LOKO, a. s.

Obsah

1	Úvod.....	7
2	Teoretická východiska oceňování podniku.....	8
2.1	Definice podniku	8
2.2	Hladiny hodnoty podniku a hodnota podniku	8
2.3	Standardy hodnoty podniku.....	9
2.3.1	Tržní hodnota	9
2.3.2	Subjektivní (investiční) hodnota	9
2.3.3	Objektivizovaná hodnota.....	10
2.3.4	Kolínská škola	10
2.3.5	Další standardy hodnoty.....	11
2.3.6	Předpoklady hodnoty.....	11
2.4	Důvody pro ocenění podniku	12
2.5	Postup při oceňování podniku	12
2.5.1	Sběr vstupních dat	12
2.5.2	Analýza dat.....	12
2.5.3	Sestavení finančního plánu.....	13
2.5.4	Ocenění podniku	14
2.6	Finanční analýza podniku.....	15
2.6.1	Vertikální analýza aktiv a pasiv	15
2.6.2	Poměrové ukazatele.....	16
2.6.3	Bankrotní a bonitní modely.....	19
2.7	Metody ocenění podniku	20
2.7.1	Metoda komparativní	20
2.7.2	Metody kombinované.....	22
2.7.3	Metody majetkové.....	22
2.7.4	Metody výnosové	23
2.8	Náklady kapitálu.....	27
2.8.1	Náklady na cizí kapitál.....	28
2.8.2	Náklady na vlastní kapitál	29
3	Praktická aplikace oceňovacích metod ve vybraném podniku	33
3.1	Představení firmy CZ LOKO, a. s.	33
3.1.1	Vedení společnosti, mise a vize	33
3.1.2	Struktura Holdingu CZ LOKO, a. s.	34
3.1.3	Výrobní program CZ LOKO, a. s. a struktura odběratelů bez dceřiných společností.....	34
3.2	Popis odvětví a benchmarking.....	36

3.3	Manažerská analýza.....	41
3.4	Finanční analýza a zhodnocení zdraví podniku.....	45
3.4.1	Vertikální analýza aktiv a pasiv	46
3.4.2	Ukazatele rentability	47
3.4.3	Ukazatele aktivity.....	47
3.4.4	Ukazatele zadluženosti	48
3.4.5	Ukazatele likvidity	48
3.4.6	Bankrotní a bonitní modely.....	50
3.5	Návrh dlouhodobého finančního plánu	50
3.5.1	Regresní analýza tržeb	51
3.5.2	Plán tržeb – predikce	52
3.5.3	Návrh dlouhodobého finančního plánu – Výkaz zisku a ztráty	54
3.5.4	Návrh dlouhodobého finančního plánu – Rozvaha	58
3.5.5	Zhodnocení finančního plánu	62
3.6	Stanovení hodnoty podniku	64
3.6.1	Náklady kapitálu podniku	64
3.6.2	Hodnota DCF-entity	67
3.6.3	Hodnota EVA – entity.....	69
3.6.4	Hodnota stanovená paušální metodou Kapitalizace čistých výnosů	71
3.6.5	Účetní hodnota společnosti	72
4	Interpretace a zhodnocení zjištěných výsledků.....	73
4.1	Komparace zjištěných výsledků	73
4.1.1	Stanovení intervalu objektivizované hodnoty podniku	73
4.1.2	Citlivostní analýza.....	74
5	Závěr	78
	Zdroje	80
	Knižní zdroje	80
	Elektronické zdroje.....	81
	Seznam zkratk	86
	Seznam příloh.....	89

1 Úvod

Problematika oceňování podniku, která v České republice dostala na významu po pádu železné opony je v dnešní době **jednou z nejvýznamnějších oblastí finančního řízení podniku**. Oceňování podniku je tak nedílnou součástí téměř každého nákupu či prodeje jakékoliv významné společnosti ať v České republice nebo v zahraničí. Význam oceňování zajisté neméně ilustruje fakt, že se dle autorů Berk, DeMazo, Berford (2012) globálně pohybují transakce oceňovaných podniků ve **stovkách miliard amerických dolarů ročně**, v závislosti na aktuálním stavu trhu.

Stanovení hodnoty podniku je tak důležitým finančním nástrojem pro řízení podniku, kdy přináší důležité informace pro jeho management, věřitele, či akcionáře. Je tak nástrojem informačním a takticky využitelným pro efektivní řízení podniku v souladu se základním dlouhodobým cílem většiny majitelů podniků - a to zvyšování hodnoty podniku.

Cílem práce je tak stanovení tržní hodnoty společnosti CZ LOKO, a. s. bez ostatních majetkových účastí k 1. 1. 2013. Ocenění bude provedeno s důrazem pro potřeby vedení podniku CZ LOKO, a. s. eventuelně jeho majitele a to dvoufázovou metodou DCF entity, kontrolní EVA entity a dále paušální metodou Kapitálových čistých výnosů. Pro úplnost bude uvedena též účetní hodnota společnosti.

Diplomová práce bude rozdělena do 4 základních částí. V první části **bude objasněno, jakým způsobem se oceňování podniku provádí, komu slouží a jaké jsou základní metody stanovení podnikové hodnoty**. Dále bude zodpovězena otázka proč vlastně podnik oceňovat, na základě čeho a co vlastně podnik je. Bude představen podnik CZ LOKO a popsáno odvětví, ve kterém působí.

Druhá část bude zaměřena na praktickou aplikaci teoretických poznatků. Dojde k predikci tržeb na základě **3 na sobě nezávislých scénářů**, dle kterých bude sestaven návrh finančního plánu podniku **pro následující 4 roky**. Budou stanoveny náklady vlastního kapitálu dle **stavebnicového modelu a metody CAPM, zhodnoceno zdraví podniku, sestavena finanční analýza a proveden benchmarking s podniky, působícími na stejném trhu v České republice**. Následně bude provedeno ocenění podniku dle výše uvedených metod a provedena analýza citlivosti.

Třetí část bude zaměřena na vyhodnocení zjištěných informací. Poslední část pak bude patřit **závěrečnému shrnutí nejdůležitějších výsledků a závěrečným doporučením**.

2 Teoretická východiska oceňování podniku

V této kapitole budou popsána základní teoretická východiska pro oceňování podniku, jeho **definice**, **hladiny hodnoty** a **standards hodnoty**. Zejména zde budou popsány **důvody pro oceňování podniku a samotný postup pro oceňování podniku jako takový**. Hlavními zdrojovými publikacemi pro tuto část práce budou Mařík (2011), Berk, DeMazo, Berford (2012), International Valuation Standards 2013, Koller, Goedhart, Wessels (2010) a Dluhošová (2008).

2.1 Definice podniku

Základním stavebním kamenem pro oceňování podniku je alespoň elementární znalost toho, co podnik ve své podstatě je. Pro potřeby této práce, jakož i pro velkou většinu oceňovatelů, je nejpřijatelnější definice podniku, kterou lze najít v § 5 Obchodním zákoníku jako: „soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají k tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná“¹

Uvedenou definici je však dle Maříka (2011) nutné do jisté míry zpřesnit a to zejména vzhledem k tomu, že v podnikání je používáno závazků všeho druhu a rozsah těchto závazků tedy musí být brán v úvahu. Dle stejného autora je pak nutné si uvědomit, že v definici zmiňovaný „soubor“ není hromada věcí vedoucí k představě, že je podnik jen jakýmsi souhrnem majetkových položek, ale že je na podnik třeba pohlížet jako na „funkční ekonomický celek“.

2.2 Hladiny hodnoty podniku a hodnota podniku

Dle Maříka (2011) je možné podnik oceňovat na 2 základních hladinách a to:

- Hodnota brutto – hodnota podniku jako celku, zahrnující hodnotu pro vlastníky i věřitele (také definována v obchodním zákoníku jako obchodní majetek).
- Hodnota netto – hodnota podniku na úrovni vlastníků podniku, kdy se principiálně oceňuje vlastní kapitál, avšak nemusí se nutně jednat o vlastní kapitál dle účetního vymezení (jedná se spíše o čistý obchodní majetek).

Hodnotu podniku ať brutto, či netto však nelze zjistit objektivně. **Objektivní hodnota podniku neexistuje**. Jakákoliv hodnota uvedená v této práci je hodnotou objektivizovanou. Je to dáno zejména tím, že „Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (bud' na

¹ Plené znění Obchodního zákoníku lze najít na: <http://zakony.centrum.cz/obchodni-zakonik/cast-1>

úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (dislokovanými) na jejich současnou hodnotu“ (Mařík 2011, strana 20)

Očekávané budoucí příjmy uvedené v definici lze ale pouze odhadovat, nemohou být tedy objektivně určeny a tak není možné objektivně určit ani hodnotu podniku. Hodnota podniku je tak jen odhadem pravděpodobné ceny podniku.

Hodnota však není automaticky cenou podniku. Dle Maříka (2011), strana 21, je cena „termín, používaný pro částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za zboží nebo službu“ zatímco hodnota je „pojem označující cenu, na které by se s největší pravděpodobností dohodli kupující a prodávající zboží nebo služby, kterou jsou použitelné ke koupi“. Slovy Warrena Buffeta tak lze výše uvedené zjednodušit na „value is what you get, price is what you pay“ (Pozn. „Hodnota je to, co dostanete, cena je to co zaplatíte“).

2.3 Standardy hodnoty podniku

Existuje několik základních standardů hodnoty. Pro účely této práce budou uvedeny 4 základní standardy hodnoty, ostatním bude věnována jen krátká zmínka.

2.3.1 Tržní hodnota

Dle International Valuation Standards je: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by mělo být aktivum nebo závazek směřeno mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, a bez donucení.“²

Jedná se o hodnotu odvozenou z trhu, ale též zjistitelnou za použití adekvátních oceňovacích metod (např. DCF, nebo metoda Kapitalizovaných výnosů). Při použití ekonomické teorie můžeme tvrdit, že jelikož se jedná o cenu tržní, měla by být odhadem rovnovážné ceny, tj. ceny, při které se nabídka rovná poptávce. Takovouto hodnotu je ale možné zjistit jen na dokonalých trzích a tak je pro ocenění spíše vhodná tržní cena okamžitá. Ta se však neustále mění a tak by **výsledná tržní hodnota měla vyjít spíše v intervalovém odhadu**, než jako jedno konkrétní číslo.

2.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Dle International Valuation Standards je: „Investiční hodnota je hodnota aktiva pro konkrétního majitele a budoucího vlastníka individuální investice, nebo stanovených investičních cílů“³

² IVSC 2013, odstavec 29, přeloženo do českého jazyka

³ ISVC 2013, odstavec 36, přeloženo do českého jazyka

Při určování subjektivní (investiční) hodnoty se spíše než na trh v ocenění zaměřujeme na názor jednotlivého účastníka transakce (prodávajícího či kupujícího), protože předpokládáme, že na každý podnik je nutné z hlediska hodnoty pohlížet jako na zcela jedinečný objekt.

Dle Maříka (2011) je potom hodnota podniku stanovena zejména na základě odhadu budoucích peněžních prostředků podle představ manažerů. Diskontní míra je pak stanovena na základě alternativních možností, kam může daný oceňovaný podnik investovat.

2.3.3 Objektivizovaná hodnota

Dle Maříka (2011), strana 27 je možné objektivizovanou hodnotu definovat podle německých oceňovacích standardů takto: „Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“

Pro sestavení ocenění dle této metody by mělo být v co největší míře použito všeobecně uznávaných dat, kdy cílem je maximalizace reprodukovatelnosti ocenění. Předpokládá se například neměnnost podnikového konceptu k datu ocenění, účelově se typizuje daňové zatížení, disponibilní výnosová síla podniku je odvozována z výnosových faktorů atp. Objektivizovaná hodnota tak má poměrně blízko k tržní metodě (jsou použita zejména data z trhu).

2.3.4 Kolínská škola

Vzhledem k tomu, že evropský trh s podniky není tolik rozšířen, je často poměrně obtížné najít cenu transakce obdobného podniku, navíc je překážkou to, že trhy nejsou transparentní a není ani jasné, zda byla zaplacená cena jen za pokračující podnik, nebo zda obsahuje též synergie, je často velmi obtížné hovořit o tržní hodnotě společnosti. Častým řešením tohoto problému je použití subjektivního ocenění, na kterém staví právě Kolínská škola.

Kolínská škola tak zastává názor, že ocenění má být provedeno na základě toho, jakou funkci má plnit, přičemž mezi základní funkce ocenění uvádí funkci rozhodčí, argumentační, daňovou či poradenskou. Právě poslední zmíněná funkce má nejvyšší význam. Jejím smyslem je poskytnout kupním stranám informace o maximální (hraniční hodnotě kupujícího) a minimální (hraniční hodnotě prodávajícího) kupní ceně podniku. Výsledkem této funkce je tedy

intervalový odhad ceny podniku, který je následně podkladem pro funkci argumentační (tedy ke konečné argumentaci použitelné při jednání o ceně podniku).

2.3.5 Další standardy hodnoty

Mezi další standardy hodnoty (netržní standardy hodnoty) je možné uvést například **Synergickou hodnotu**. Ta je v IVS definována jako: „Další hodnota aktiva, která je specifická pro konkrétního kupujícího“.⁴ Jako příklad pro tuto hodnotu je možné uvést hodnotu vzniklou při akvizici PARS NOVA, a. s. firmou ŠKODA TRANSPORTATION, a. s., kdy převzetí jedné společnosti v železničním průmyslu přináší vyšší pravděpodobnost pro ziskovost obou firem sdílením know-how, než kdyby byla PARS NOVA, a. s. prodána jinému investorovi jen jako čistě portfoliová investice.

Jako další hodnotu lze uvést například také **Speciální hodnotu**, která je v IVS definována jako: „Částka reflektující konkrétní atributy aktiva, které jsou hodnotné jedinečně pro speciálního kupujícího.“⁵

2.3.6 Předpoklady hodnoty

Následující předpoklady nejsou vlastní kategorií hodnoty, ale jedná se o předpoklady, kterými se různé kategorie hodnoty spojují:

- **Going concern value** – dle standartu ISV 1 se jedná o situaci, kdy je podnik prodáván jako funkční provozní jednotka, která bude dále fungovat. Minimální doba fungování je stanovena na 1 rok,
- **likvidační hodnota** – jedná se o takový prodej podniku, kdy není předpokladem další existence podniku. Častým jevem bývá i rozprodej jednotlivých podnikových aktiv po částech. Výsledná hodnota se snižuje o náklady spojené s prodejem podniku (například se může jednat o platby právníkům, prodejní poplatky atp.),
- **zbytková hodnota** – jedná se o takovou hodnotu majetku, která je stanovena aktivu, které již překročilo dobu své plánované živostnosti (příkladem může být prodejní cena již odepsané lokomotivy, která se v dnešní době pohybuje přibližně okolo 30 % ceny nákupu nové lokomotivy).

⁴ ISVC 2013, strana 6, přeloženo do českého jazyka

⁵ ISVC 2013, strana 6, přeloženo do českého jazyka

2.4 Důvody pro ocenění podniku

Důvody pro zadání ocenění podniku mohou být různorodé. Zpravidla je ale zadáváno z toho důvodu, že má objednateli přinést určitý užitek. Mezi základní důvody pro ocenění podniku tak patří:

- Koupě a prodej podniku,
- ocenění v souvislosti s povinnou nabídkou na převzetí celé společnosti,
- uvedení podniku na burzu cenných papírů,
- ocenění nepeněžitěho vkladu do obchodní společnosti (kdy vkládaným aktivem je podnik),
- ocenění v souvislosti s fúzí ev. rozdělení společnosti,
- zastavení obchodního podílu, atp.

Ať se již jedná o ocenění podniku za jakýmkoliv účelem, vždy je třeba mít na paměti fakt, že u každého ocenění musí být jasně uvedeno, o jakou kategorii hodnoty se jedná, z jakého podmětu vzešla a k jakému oceňovacímu dni má být jaká konkrétní hladina hodnoty podniku určena.

2.5 Postup při oceňování podniku

Postup při oceňování podniku nelze pojmut obecně. Je důležité mít při sestavování postupu oceňování na paměti, jakou metodu ocenění chceme použít, na jaké hladině hodnoty se pohybujeme či jakého charakteru je podnik, který oceňujeme. Obecně lze ale tvrdit, že se postup při ocenění podniku skládá z níže popsanych kroků.

2.5.1 Sběr vstupních dat

Sběr relevantních dat je pro správnost ocenění podniku zcela klíčovou složkou. Jejich relevance a adekvátní zpracování je tak naprosto nevyhnutelnou součástí každého ocenění. Jedná se především o účetní závěrky a správy auditora(ů). Tato data je však nutné doplnit také například o informace o právní formě podniku, jeho (zejména nedávné) historii atp.

2.5.2 Analýza dat

Data získaná předchozím krokem, tedy sběrem dat, je v tomto kroku nutné doplnit a adekvátně zpracovat. Zejména se jedná o **doplnění dat potřebných pro strategickou analýzu a analýzu odvětví**, jako jsou data o relevantním trhu, tržního podílu analyzované společnosti, informace o konkurenci a její výkonnosti atp. Následně je nutné sestavit **strategickou analýzu podniku**. Na základě finančních dat získaných předchozím krokem je nutné provést finanční analýzu a analýzu zdraví podniku. Zde se jedná zejména o analýzu horizontální a vertikální a analýzu poměrových ukazatelů (včetně možnosti použití rozpadu vrcholového ukazatele na

ukazatele dílčí) a aplikování bankrotních a bonitních modelů na analyzovaný podnik. Následujícím krokem je **rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná** (jedná se o vyloučení aktiv, které nejsou nezbytně nutné pro chod podniku – například nepoužívané pozemky, nevyužívané lokomotivy, auta, ale také nadbytečnou hotovost, či jiný majetek). Na základě předchozích kroků pak lze **sestavit generátory hodnoty**, díky kterým lze již v této fázi sestavit **předběžné ocenění podniku**.

2.5.3 Sestavení finančního plánu

Finanční plán se skládá z predikce budoucí Rozvahy, Výkazu zisku a ztráty a Cash flow a jeho sestavení je nutné podstoupit (pro účely ocenění) jen v případě použití některé ze standardních výnosových metod oceňování podniku. To znamená, že v případě použití metod na základě tržního porovnání může tento krok v oceňovacím posudku zcela chybět.

Finanční plán jako takový má ale své místo v řízení firmy. Jak uvádí Berk, DeMazo, Berford (2012) „Cílem finančního manažera je maximalizovat hodnotu podílů akcionářů. Jedním z nástrojů jak pomoci tomuto cíli je dlouhodobé finanční plánování.“ Finanční plán se následně používá za účelem zjištění budoucí potřeby peněžního kapitálu, pro analýzu dopadu investice na podnik, analýzu dopadu změn predikovaných hodnot na KPI či právě pro potřeby oceňování. Měl by tak být součástí dlouhodobého strategického podnikového plánu.

Pro konkrétní sestavení finančního plánu je pak doporučována a též na základě konzultace s odborníky z Rijksuniversiteit Groningen praxí nejvíce používána metoda „Percentage to sales“.

Ta se následně aplikuje tak, že je na základě regresní analýzy, či odhadů managementu odhadnuta velikost tržeb v následujících letech. Metoda Percentage to sales potom předpokládá, že procentuální podíl jednotlivých položek výkazu na tržbách zůstává v následujících letech neměnný, nebo je jejich změna odhadnuta na základě generátorů hodnoty či dat získaných z analýzy trhu. Tak je následně sestaven celý finanční plán. Je však nutné dbát na to, aby se aktiva rovnala pasivům, a případný rozdíl se dodatečně umísťuje nejčastěji do položky peněžní prostředky, nebo do vlastního kapitálu. Důležité je taky dát pozor na případný vznik nepotřebných aktiv, které je potřeba následně pro potřeby ocenění rozdělit.

Také je možné mimo zmíněné metody použít metodu proměnlivého podílu na tržbách. Ta je se od již zmíněné metody liší v tom, že se procentní podíl na tržbách v jednotlivých letech mění.

Finanční plán je vhodné zhotovit v několika scénářích. Zpravidla se jedná o scénáře 3 a to scénář pesimistický, optimistický a základní.

Mechanismus předpovědi finančních výkazů

Dle (Koller, Goedhard, Wessels, 2010) je možné mechanismus předpovědi finančních výkazů popsat následujícími kroky:

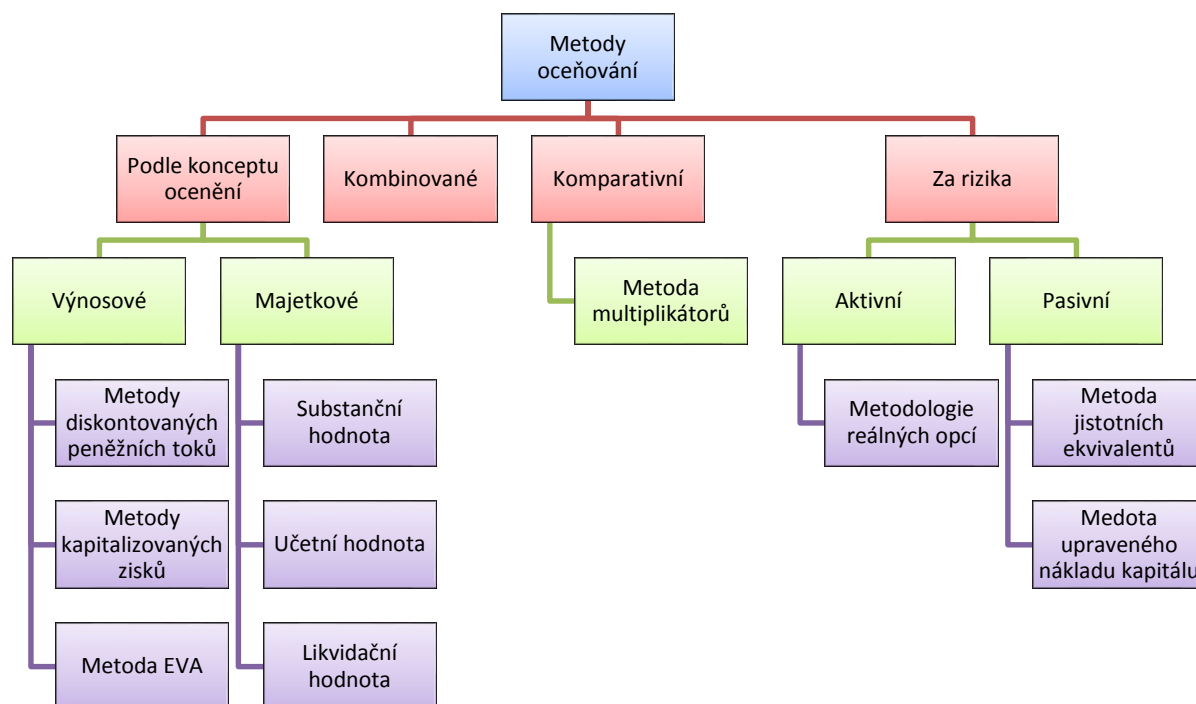
- Příprava a analýza historických finančních výkazů,
- sestavení předpovědi tržeb (téměř každá položka finančního výkazu má nějaké ať již přímé, nebo nepřímé napojení na tržby. Používá se zde jak tzv. „top-down approach“, kdy se sestavuje předpověď na základě trhu, tak i „bottom-up approach“, který reflektuje předpověď postavenou na základě analýzy současných zákazníků,
- sestavení predikce pro výkaz zisku a ztráty, doplněný o předpověď odpisů, úroků, daní atp.,
- sestavení predikce rozvahy, (se zvýšenou pozorností na rovnost aktiv a pasiv a správného výpočtu zadrženého zisku, hotovosti atp.),
- kalkulace ROI a FCF, kdy porovnání předpovídané velikosti ROI s minulými lety signalizuje, zda je naše předpověď reálná. Vypočtená FCF pak souží jako podklad pro valuaci samotnou.

Výše uvedený postup je dobře aplikovatelný v případě, že máme dostatek historických dat o společnostech a trhu. Běžně je aplikován za účelem zjištění hodnoty firem v západní Evropě a USA. Vzhledem k podmínkám v České republice bude ale postup pro účely této práce mírně upraven a to v části sestavení předpovědi tržeb. Ta bude namísto dat z trhu postavena na regresní analýze a sestavena ve 3 scénářích na základě 3 nezávislých podkladových informací.

2.5.4 Ocenění podniku

Metodám ocenění podniku budou věnovány následující stránky práce. Přehled metod používaných pro oceňování podniku je možné najít v grafu umístěném pod tímto textem. Jednotlivé metody budou následně jednotlivě rozebrány.

Graf 2.1: Přehled metod oceňování



Zdroj: Dluhošová (2008), Finanční řízení a rozhodování

2.6 Finanční analýza podniku

Vzhledem k tomu, že problematice finanční analýzy se autor diplomové práce rozsáhle věnoval v práci bakalářské, bude v této části umístěn jen nezbytný a zkrácený postup finanční analýzy omezený na nezbytné ukazatele a bankrotní a bonitní modely, které jsou nutné pro stanovení hodnoty podniku.

2.6.1 Vertikální analýza aktiv a pasiv

Dle Vochozky (2011) je vertikální analýza jednou z nejčastěji používaných metod finanční analýzy a sleduje strukturu rozvahy, výkazu zisku a ztráty či výkazu o peněžních tocích ve vztahu k určité veličině (například celkové bilanční sumy). Pro stanovení hodnoty podniku je aplikace vertikální analýzy aktiv a pasiv klíčová zejména z hlediska signalizace finančního zdraví podniku a dále pro následné zhodnocení, zda je podnik „going concern“, či zda má být stanovena likvidační hodnota podniku. Takovým signálem by mohly být vysoké úbytky podílu dlouhodobého majetku v rozvaze podniku, jelikož mohou signalizovat problémy s financováním chodu firmy, které jsou kryty rozprodejem dlouhodobého majetku. Vždy je ale nutné uvážit o jaký podnik se jedná a v jakém sektoru ekonomiky působí.

Výpočet vertikální analýzy je možné následně stanovit následujícím způsobem:

(2.1)

$$P_i = \frac{B_i}{\sum B_i}$$

Kde P_i je hledaným vztahem, B_i je velikost položky bilance, $\sum B_i$ je suma hodnot položek v rámci celku.

2.6.2 Poměrové ukazatele

Analýza poměrových ukazatelů je další důležitou částí finanční analýzy, která se používá pro stanovení hodnoty podniku. Ta se vyznačuje jednoduchostí a srozumitelností výpočtu, nicméně je nutné mít na paměti, že se jedná o veličiny statické. Navíc je poměrových ukazatelů celá řada a jejich názvosloví není blíže unifikováno. Pro potřeby oceňování podniku je důležité sestavení pouze zlomku z celého jejich výčtu a to konkrétně poměrové ukazatele týkající se likvidity, rentability, zadluženosti a aktivity. Bližšímu vysvětlení těchto ukazatelů jsou věnovány následující řádky.

Ukazatele rentability

Dle Růčkové (2010) je rentabilita měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. To je důležitým faktorem pro generování hodnoty, jelikož není-li rentabilita dostatečně velká pro generování ekonomického zisku, podnik ztrácí hodnotu, což má dopad na velikost hodnoty podniku při oceňování výnosovými metodami. Pro potřeby výpočtu hodnoty podniku byly použity následující rentability:

Rentabilita vlastního kapitálu:

(2.2)

$$ROE = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Rentabilita tržeb:

(2.3)

$$ROS = \frac{EBIT}{\text{Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb} + \text{Tržby z prodeje zboží}}$$

Rentabilita celkových aktiv:

(2.4)

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{Aktiva}}$$

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity poskytují informace o tom, jak efektivně podnik nakládá se svým majetkem. Zpravidla se počítají ve dvou formách a to jako Doba obratu, nebo Rychlost obratu. Doba obratu je následně vypočítávána ve dnech, zatímco rychlost obrátů v počtech obrátů za

rok. Pro ocenění podniku budou stanoveny hodnoty doby obratu tržeb, zásob, inkasa pohledávek a krátkodobých závazků a dále doba obratu aktiv a obrat zásob. Použité vzorce jsou uvedeny níže. Při interpretaci výsledků je důležité se zaměřit na to, zda doba obratu krátkodobých závazků není vyšší, než doba splatnosti pohledávek, jelikož by tato situace mohla signalizovat problémy s krátkodobou likviditou podniku.

(2.5)

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{Aktiva}}{\text{Tržby}/360}$$

(2.6)

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Tržby}/360}$$

(2.7)

$$\text{Doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky}}{\text{Tržby}/360}$$

(2.8)

$$\text{Doba splatnosti krátkodobých závazků} = \frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\text{Tržby}/360}$$

(2.9)

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva celkem}}$$

(2.10)

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}}$$

Ukazatele zadluženosti

Výše zadluženosti velmi úzce souvisí s finančním rizikem, které společnost podstupuje. Čím je riziko nižší, tím za lepší podmínky si může vypůjčit peněžní prostředky. Cizí peněžní prostředky však firma potřebuje, jelikož podporují růst podniku a pomáhá růstu finanční páky. Optimální zadlužení společnosti je pak dle Kislingerové (2010) někde mezi 40 – 70 % podílu cizích zdrojů na celkový kapitál. Dle Valacha (2010) potom ve volbě poměru vlastního a cizího kapitálu hrají mimo teoretické poznatky významnou roli faktory, jako jsou například požadavky věřitelů, postoj vedení společnosti k riziku atp. Pro potřeby ocenění podniku budou použity

poměrové ukazatele zadluženost, zadluženost vlastního kapitálu, úrokové krytí a úrokové zatížení. Ty jsou matematicky definovány jako:

Zadluženost:

$$Zadluženost = \frac{Cizí\ zdroje}{Aktiva\ celkem} \quad (2.11)$$

Zadluženost vlastního kapitálu:

$$Zadluženost\ vlastního\ kapitálu = \frac{Cizí\ zdroje}{Vlastní\ kapitál} \quad (2.12)$$

Úrokové krytí:

$$Úrokové\ krytí = \frac{EBIT}{Úroky} \quad (2.13)$$

Úrokové zatížení:

$$Úrokové\ zatížení = \frac{Úroky}{EBIT} \quad (2.14)$$

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity vyjadřují míru schopnosti podniku uhradit své závazky v blízké budoucnosti. Likvidní prostředky jsou přítomny zejména v oběžném majetku společnosti ve formě krátkodobého finančního majetku, krátkodobých pohledávek a zásob.

Nejčastěji se počítá hodnota běžné likvidity, která je definována níže a jejíž hodnota by dle odborné literatury měla vycházet v intervalu od hodnoty 1,5 do hodnoty 2,5. Důležitější je však oborový průměr, jelikož optimální hodnota silně závisí na odvětví, ve kterém podnik působí.

$$Běžná\ likvidita = \frac{Oběžná\ aktiva}{Krátkodobé\ závazky} \quad (2.15)$$

Dále se používá výpočet pohotové likvidity, jejíž hodnota by měla ideálně vycházet v rozmezí od 0,7 – 1,0 a jejíž vzorec je umístěn níže.

$$Pohotová\ likvidita = \frac{Oběžná\ aktiva - Zásoby}{Krátkodobé\ závazky} \quad (2.16)$$

Jako poslední často používanou hodnotu je nutné uvést likviditu peněžní (hotovostní), jejíž velikost je žádoucí v intervalu od 0,2 do 1,1 avšak odborná literatura zde není jednotná. Je proto lepší vzít v potaz oborový průměr.

(2.57)

$$\text{Hotovostní likvidita} = \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

2.6.3 Bankrotní a bonitní modely

Bankrotní a bonitní modely při svých konstrukcích využívají tvrzení, že krach firmy nepřichází náhle, ale je předvídatelný již několik let před tím. Z tohoto důvodu je věcné zahrnout jejich aplikaci při stanovení hodnoty podniku. Dopad výsledků má možnost ovlivnit nejen to, zda bude rozhodnuto o tom, že je podnik „going concern“ ale také může dojít k adekvátní úpravě při predikci finančních plánů.

Pro tyto účely poslouží kombinace bankrotních a bonitních modelů, jako je Index Bonity, Altmanův Index, Index IN99 a Tafflerův index. Vzorce pro jejich výpočet a intervaly hodnot pro jednotlivá pásma jsou uvedeny níže.

Index Bonity:

(2.18)

$$IB = 1,5 * \frac{\text{Cash flow}}{\text{Cizí zdroje}} + 0,08 * \frac{\text{Aktiva}}{\text{Cizí zdroje}} + 10 * \frac{\text{Zisk}}{\text{Aktiva}} + 5 * \frac{\text{Zisk}}{\text{Výnosy}} + 0,3 * \frac{\text{Zásoby}}{\text{Výnosy}} + 0,1 * \frac{\text{Výnosy}}{\text{Aktiva}}$$

Tabulka 2.1: Intervaly pro hodnocení dle Indexu Bonity

Stupně hodnocení analyzovaného podniku		
Výsledek	Hodnocení	Podnik
IB ∈ (-∞ ; -2)	Extrémně špatná ekonomická situace	Bankrotní podnik
IB ∈ <-2 ; -1)	Velmi špatná ekonomická situace	Bankrotní podnik
IB ∈ <-1 ; 0)	Špatná ekonomická situace	Bankrotní podnik
IB ∈ <0 ; 1)	Problematická ekonomická situace	Bonitní podnik
IB ∈ <1 ; 2)	Dobrá ekonomická situace	Bonitní podnik
IB ∈ <2 ; 3)	Velmi dobrá ekonomická situace	Bonitní podnik
IB ∈ <3 ; ∞)	Extrémně dobrá finanční situace	Bonitní podnik

Zdroj: Vochozka (2011)

Altmanův Index:

(2.19)

$$Z' = 3,107 * \frac{\text{Zisk}}{\text{Aktiva}} + 0,998 * \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}} + 0,42 * \frac{\text{Účet. hodn. akc.}}{\text{Celkov. záv.}} + 0,847 * \frac{\text{Nerozdělený zisk}}{\text{Aktiva}} + 0,717 * \frac{\text{ČPK}}{\text{Aktiva}}$$

Tabulka 2.2: Intervaly pro hodnocení Altmanova Indexu

Výsledek	Hodnocení
$Z' \in < 2,9 ; \infty)$	Bonitní podnik
$Z' \in (1,23 ; 2,9)$	Šedá zóna
$Z' \in (-\infty ; 1,23 >$	Bankrotní podnik

Zdroj: Vochozka (2011)

Index IN99:

(2.20)

$$IN99 = -0,017 * \frac{Aktiva}{Cizí\ zdr.} + 4,573 * \frac{Zisk}{Aktiva} + 0,481 * \frac{Výnosy}{Aktiva} + 0,015 * \frac{Oběž.\ akt.}{Kr.\ cizí\ kapitál}$$

Tabulka 2.3: Intervaly pro hodnocení dle Indexu IN99 (vlastnická varianta)

Výsledek	Hodnocení
$IN99 \in < 2,070 ; \infty)$	Podnik tvoří hodnotu
$IN99 \in (1,590 ; 2,070 >$	Podnik spíše tvoří hodnotu
$IN99 \in (1,220 ; 1,590 >$	Šedá zóna
$IN99 \in (0,684 ; 1,220 >$	Podnik spíše netvoří hodnotu
$IN99 \in (-\infty ; 0,684 >$	Podnik netvoří hodnotu

Zdroj: Vochozka (2011)

Tafflerův index:

(2.21)

$$T2 = 0,53 * \frac{Zisk}{Kr.\ závazky} + 0,13 * \frac{OA}{Cizí\ kapitál} + 0,18 * \frac{Kr.\ závazky}{Aktiva} + 0,16 * \frac{Tržby}{Aktiva}$$

Tabulka 2.4: Intervaly pro hodnocení dle Tafflerova indexu

Výsledek	Hodnocení
$T2 \in < 0,3 ; \infty)$	Bonitní podnik
$T2 \in (0,2 ; 0,3)$	Šedá zóna
$T2 \in (-\infty ; 0,2 >$	Bankrotní podnik

Zdroj: Vochozka (2011)

2.7 Metody ocenění podniku

Metod oceňování podniku je celá řada. Vždy záleží na účelu ocenění, hladině hodnota a oceňovateli samotném, jaká metoda bude použita. Jejich výčtu a krátkému popisu je věnován následující text.

2.7.1 Metoda komparativní

Komparativní metoda ocenění je jednou z metod, kdy se pro stanovení hodnoty podniku používá tržního srovnání. Je tedy nezbytně nutné mít dostatek relevantních informací o prodejkách podobných podniků. Výhodou pak je její relativní jednoduchost. Zjednodušeně lze říci, že jsou na základě analýzy prodejů podobných podniků stanoveny násobky hodnoty pro podnik námi analyzovaný. Postup výpočtu násobků pak vysvětluje Rosenbaum a Perl (2009) následovně:

Jakmile jsou zpracována všechna relevantní data, začne se se stanovováním násobků. Ty mohou být vypočítány různými cestami, v závislosti na odvětví, nejčastěji se ale používá zlomků, kdy v čitateli umístíme hodnotu podniku (zjištěnou z akciového trhu), nebo hodnotu vlastního kapitálu. Do jmenovatele pak ukazatele výkonnosti, jako je EBITDA⁶, čistý příjem (Net Income) atp. Při volbě jmenovatele je ale třeba mít na paměti, že pokud chceme použít multiplikátor vlastního kapitálu (nebo ceny akcie), je třeba použít takový ukazatel, který náleží pouze držitelům vlastního kapitálu, jako je například čistý příjem (Net Income). Nejčastěji se však používají 2 ukazatele a to:

(2.22)

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}}$$

kde Enterprise Value je součet tržní kapitalizace podniku a čistého dluhu,

(2.23)

$$\frac{P}{E}$$

Na multiplikátory hodnoty vlastního kapitálu, jako je P/E (kde P je tržní cena akcie a E roční zisk na akcii), můžeme nahlížet také jako na cenu, jakou jsou investoři ochotni zaplatit za peněžní jednotku budoucích zisků, a proto je není vhodné používat pro firmy, které mají malý nebo dokonce žádný zisk. Naopak je doporučeno jeho použití u zavedených podniků se stabilním růstem. Dalšími možnými ukazateli jsou:

(2.24)

$$\frac{\text{Share Price}}{\text{Diluted EPS}}$$

kde Diluted EPS je poměr čistého příjmu a průměrného počtu akcií (ev. dalších konvertibilních cenných papírů).

(2.25)

$$\frac{\text{Share PEquity Valuee}}{\text{Net Income}}$$

Pro multiplikátory hodnoty celého podniku (Enterprise Value), které reprezentují zájmy jak vlastníků, tak i věřitelů se používají zejména ukazatele:

(2.26)

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}}$$

(2.27)

⁶ Zisk před dani, odpisy a nákladovými úroky

Enterprise Value
Sales

Mimo uvedené je možné vysledovat ještě specifické násobky pro dané sektory, kde podnik působí a jejich orientační výčet bude přiložen k práci jako **Příloha 1**.

Pro ocenění se potom aplikuje následující vzorec:

(2.28)

$$V = \text{Multiplikátor srovnatelného podniku} * \text{Ukazatel oceňované firmy}$$

2.7.2 Metody kombinované

Jedná se o takové metody, kdy na základě průměru jinými metodami oceňování podniku zjištěných hodnot stanovena výsledná hodnota oceňovaného podniku. Obecně lze použít vážený průměr:

(2.29)

$$V = \sum_i W_i * V_i$$

kde W_i jsou váhy prisouzené jednotlivým hodnotám a V_i hodnota propočtená dle použitých metod.

Dle (Dluhošová, 2008) se nejčastěji používá kombinace ocenění výnosového a substančního a to zejména proto, že obě vypočtené hodnoty se často diametrálně liší. Kombinované metody tak napomáhají určit „optimální“ velikost hodnoty podniku.

2.7.3 Metody majetkové

Při majetkovém ocenění podniku je podnik oceněn na základě jednotlivých položek aktiv, závazků a dluhů. V následujícím textu jsou jednotlivé metody popsány blíže.

Účetní metoda

Při aplikaci účetní metody vycházíme především z dat, které nám poskytuje rozvaha. Hodnota podniku je tak odvozena z historických cen. Dle Dluhošové (2008), strana 152 je „základem ocenění fixního a oběžného majetku, závazků a dluhů v nominálních hodnotách. Netto hodnotou je pak vlastní kapitál pojímaný jako účetní vlastní kapitál.“

(2.30)

$$\text{Hodnota VK} = \text{Účetní hodnota aktiv} - \text{Účetní hodnota závazků a dluhů}$$

Účetní metoda však nezohledňuje nehmotná aktiva a není postavena na tržním principu. Díky tomu se jedná o metodu nejméně přesnou. Její výhodou je ale relativní jednoduchost a v porovnání s tržními postupy mnohdy i snadnější dostupnost dat.

Substanční metoda

Substanční metoda oceňování je založena na reprodukčních cenách jednotlivých aktiv, snížených o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění. Postup výpočtu je dle Dluhošové (2008), strana 152 možné popsat následovně:

$$\begin{aligned} & \text{Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách} \\ & + \text{Výnos z prodeje nepotřebného majetku} \\ & = \underline{\text{Substanční hodnota brutto}} \\ & - \text{Hodnota závazků a dluhu v reálných cenách} \\ & = \underline{\text{Substanční hodnota netto}} \end{aligned}$$

Hodnota substanční je považována v porovnání s metodou účetní jako přesnější. Použití reprodukčních cen totiž reflektuje tržní podmínky. Hodnota však nepočítá s budoucí výnosností podniku ani s goodwillem a nehmotnými hodnotami v podniku.

Metoda likvidační hodnoty

Likvidační hodnota je hodnotou, která se zpravidla zjišťuje k určitému datu a po jejím stanovení se předpokládá další neexistence oceňovaného podniku - tedy jeho likvidace. Majetek je následně zpravidla rozprodán. Stanovení jednotného vzorce pro metodu likvidační hodnoty je obtížné, zejména pro variantnost faktorů působících na výslednou hodnotu jako je například odměna oceňovateli podniku, soudní poplatky atp.

2.7.4 Metody výnosové

Při stanovení hodnoty podniku výnosovými metodami vycházíme z předpokladu budoucího užítu podniku pro majitele podniku. Předpokládáme tedy, že společnost bude fungovat i bezprostředně po datu ocenění a bude generovat peněžní toky, popřípadě zisk. Velikost hodnoty podniku pak závisí zejména na velikosti budoucích výnosů podniku, nákladech kapitálu a časovém horizontu.

Mezi výnosové metody se řadí dvě základní metody ocenění a to Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) a metoda kapitalizovaných zisků. Těmto metodám bude věnován následující text.

Metody diskontovaných peněžních toků

Metoda DCF patří mezi výnosové metody, které se používají zejména v anglosaských zemích. Je založena na odhadovaném budoucím volném peněžním toku, jehož výše zásadně ovlivňuje výši výsledné hodnoty podniku - jelikož „s rostoucím peněžním příjmem roste hodnota firmy“ (Dluhošová 2008, strana 148).

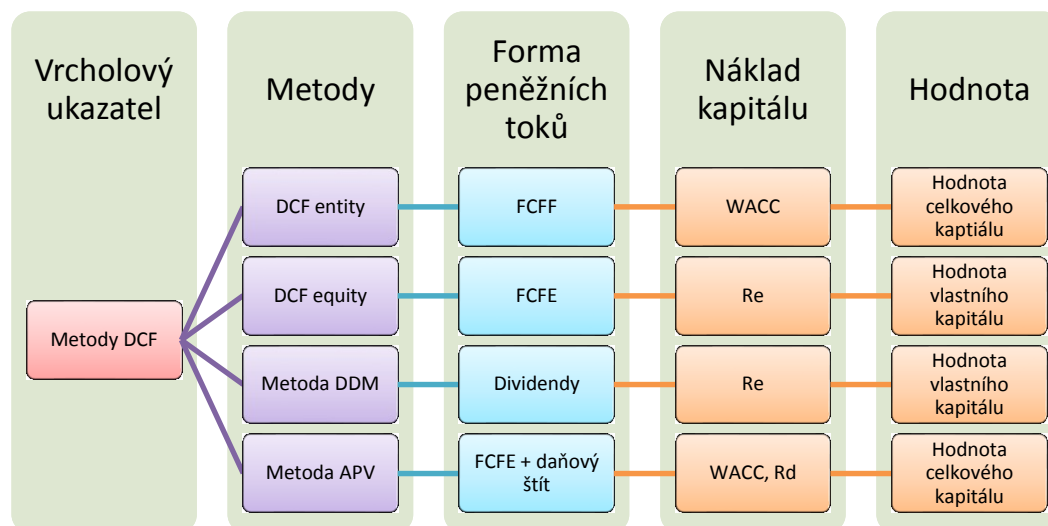
Celková hodnota je pak určena pomocí následujících kroků:

1. Predikce volných peněžních toků
2. Stanovení nákladů kapitálu

3. Výsledné stanovení hodnoty pomocí ocenění

Metodu DCF dále rozdělujeme podle účelu ocenění a to na: DCF entity (pro ocenění celého podniku), DCF equity (pro ocenění vlastního kapitálu podniku), metodu DDM a APV.

Graf 2.2: Přehled metod DCF



Zdroj: Dluhošová 2008, Finanční řízení a rozhodování, upraveno

Metoda DCF – entity: Je metodou, která se používá jak pro vlastníky podniku, tak pro jeho věřitele. Výsledná hodnota je tržním oceněním celkového kapitálu podniku a je stanovena následujícím vzorcem:

(2.31)

$$V = \frac{FCFF}{WACC}$$

kde FCFF představuje volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele a WACC průměrné náklady na kapitál podniku.

Metoda DCF – equity: Je metodou vhodnou spíše pro vlastníky podniku. Její hodnota je dána diskontovanými peněžními toky, které se vztahují pouze k vlastnímu kapitálu podniku, přičemž jako diskontní míra je použita velikost nákladů vlastního kapitálu. Lze ji charakterizovat následovně:

(2.32)

$$V = \frac{FCFE}{Re}$$

kde FCFE představuje volný peněžní tok pro vlastníky vlastního kapitálu a Re náklady vlastního kapitálu podniku.

Metoda DDM: Modelem je oceňován vlastní kapitál a jedná se v podstatě o modifikovaný model DCF a to takovým způsobem, že namísto volných peněžních toků je

dosazena velikost dividend. Díky této změně je však model možné aplikovat pouze na podniky, které stabilně generují zisk a vyplácí dividendy.

(2.33)

$$V = \frac{\text{Dividendy}}{Re}$$

Metoda APV: Pro zjištění hodnoty podniku metodou APV je nejprve nutné zjistit hodnotu nezadluženého podniku. Tu je možné zjistit tak, že volné finanční toky nezadlužené firmy diskontujeme náklady celkového podniku nezadlužené firmy. Aby bylo možné určit hodnotu zadluženého podniku, je nutné k hodnotě nezadluženého podniku přičíst daňový štít. Výsledný vzorec následně vypadá takto:

(2.34)

$$V = \frac{FCFE_u}{Ru} + \frac{TS}{Rd}$$

kde FCFEu představuje finanční toky nezadluženého podniku, Ru náklady kapitálu nezadluženého podniku a TS daňový štít.

Metoda kapitalizovaných zisků

Tato metoda je založena na bázi současné hodnoty budoucích zisků podniku. Při stanovení hodnoty touto metodou postupuje tak, že z 3 – 5 rozvah a výkazů zisku a ztráty zjistíme tzv. udržitelný zisk. To je takový zisk, který je zbaven korekcí, jako jsou třeba prodeje dlouhodobého majetku, zisk který nesouvisí s hlavní činností podniku, vyloučení skrytých rezerv nebo o úpravu odpisů o reálné opotřebení. Z takto zjištěných zisků za jednotlivá období je sestaven vážený průměr, kde jednotlivými vahami jsou hodnoty (důležitost) přiřazené jednotlivým obdobím. Výsledný průměrný zisk se následně diskontuje náklady kapitálu.

(2.35)

$$V = \frac{\text{Zisk}}{\text{Náklady kapitálu}}$$

Paušální metoda: Tato metoda výpočtu kapitalizovaných zisků se používá v případě, kdy za sebou má podnik nějakou účetní minulost, ale jehož budoucnost je velmi těžce předpověditelná. Dle Maříka (2011) se metoda vyznačuje tím, že je základem ocenění výnosový potenciál k datu ocenění, přičemž budoucí růstové možnosti nejsou brány v úvahu. Je předpokládáno, že dosavadní potenciál bude možné udržet investicemi ve výši odpisů. Jádrem ocenění je pak odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení, tedy výsledku hospodaření, který je možné rozdělit, aniž by byla narušena majetková podstata podniku.

Současný výnosový potenciál je potom vyvozován z úrovně výnosů v posledním roce před datem ocenění, přičemž se zkoumají výnosy za posledních 3 – 5 let.

Postup výpočtu je dle stejného zdroje následující:

- Analýza a úprava minulých výsledků hospodaření,
- výpočet trvalého čistého výnosu k rozdělení (vzorec 2.14),
- zpracování výhledu podniku do budoucnosti,
- určení kalkulované úrokové míry (WACC),
- výpočet výnosové metody podniku (vzorec 2.15).

(2.36)

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t}$$

Kde: $\check{C}V_t$ jsou minulé upravené čisté výnosy, q_t váhy určující význam čistého výnosu za daný rok, K je počet do výpočtu zahrnutých let.

(2.37)

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k}$$

Kde: $T\check{C}V$ znázorňuje trvale odnímatelný čistý výnos a i_k je kalkulovaná úroková míra.

Fázové metody – jednofázová a dvoufázová metoda

Použití **jednofázové metody** předpokládá, že trvání firmy je neomezeno a bude se vyjadřovat konstantním „chováním“. Hodnotu podniku bychom pak mohli určit jako:

(2.38)

$$V = \frac{FCF}{R}$$

kde R je náklad kapitálu a FCF volné peněžní toky.

Případně je možné vzorec modifikovat o tempo růstu či poklesu podniku. Tempo růstu g je potom možné určit použitím analýzy časových řad z historických údajů, nebo na základě názorů analytiků vývoje podniku. Výsledný vzorec pak vypadá následovně:

(2.39)

$$V = \frac{FCF}{R - g}$$

Jednofázový model je model relativně zjednodušený. Pro zpřesnění je možné použít **dvoufázový model**. Vzhledem k tomu, že první fáze je předvídatelná a relativně dobře projektovatelná jen na přibližně 4 až 6 let, je další pokračování podniku „pokračujícího hodnota“ obsažena ve druhé fázi modelu. Ta nastupuje bezprostředně po první fázi a trvá do

nekonečna. Dle Dluhošové (2008) se navíc předpokládá, že po uplynutí první fáze je možné již dále předvídat pouze trend vývoje peněžních toků.

Hodnota podniku je potom dána součtem hodnoty první fáze (V1) a hodnoty druhé fáze (V2). Vzhledem k tomu, že hodnotu první fáze lze stanovit poměrně přesně je možné použít následující vzorec:

(2.40)

$$V1 = \sum_{t=1}^T FCF_t * (1 + R1)^{-t}$$

kde T je délka první fáze a R1 jsou náklady kapitálu v první fázi.

Ve druhé fázi je uvažováno pouze s trendem volných finančních toků, jak bylo naznačeno výše. Hodnota druhé fáze, tzv. pokračující hodnota je potom „...hodnota podniku za druhou fází k počátku druhé fáze...“ (Dluhošová, 2008). Tu je nutné diskontovat:

(2.41)

$$V2 = PH * (1 + R1)^{-T}$$

Kde PH (pokračující hodnota) je za předpokladu konstantních finančních toků stanovena jako:

(2.42)

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}$$

Hodnotu DCF entity tak dle výše uvedených postupů lze stanovit jako:

(2.43)

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t * (1 + WACC_1)^{-t} + \frac{FCF_{T+1}}{WACC_2} * (1 + WACC_1)^{-T}$$

2.8 Náklady kapitálu

Podle Valacha (2010) náklady kapitálu představují „výdaj, který podnik musí zaplatit za získání různých forem kapitálu, použitých na financování investic. Z hlediska investora představují požadovanou míru výnosnosti vloženého kapitálu“. Z hlediska oceňování podniku jsou pak důležité zejména průměrné náklady kapitálu, které stejný autor definuje jako „průměrný výdaj, který podnik musí zaplatit za získání všech druhů kapitálu.“

Koller, Goedhart, Wessels (2010) uvádí, že pokud chceme použít hodnotu DCF při oceňování podniku, musíme předpovězené FCF diskontovat právě výše zmíněnými váženými náklady na kapitál (WACC). Přitom WACC reprezentují oportunitní náklady investice a jelikož FCF jsou peněžní toky dostupné pro všechny finanční investory, WACC společnosti musí také

zahrnovat návratnost pro každého investora. Aby bylo výše uvedené zajištěno, musí náklady kapitálu splňovat následující kritéria:

- musejí reprezentovat náklady ušlé příležitosti pro všechny investory – tedy jak majitele vlastního kapitálu, tak i dluhu a to vše z toho důvodu, že FCF jsou k dispozici všem investorům, kteří očekávají kompenzaci za riziko, které podstupují,
- musejí „vážit“ hodnotu všech cenných papírů (zejména dluhopisů) na základě jejich tržní hodnoty a nikoliv na základě jejich hodnoty účetní,
- jakékoliv finančně orientované benefity, jako je například daňový štít který není zahrnut do FCF musí být začleněn do WACC nebo ohodnocen odděleně za použití upravené současné hodnoty,
- musejí být spočítány po dani,
- musí být založeny na těch samých inflačních očekáváních, jako očekávané FCF,
- trvání podkladových aktiv (cenných papírů) použití pro odhad WACC se musejí shodovat s trváním peněžních toků.

V nejjednodušší formě pak lze WACC vyjádřit takto:

(2.44)

$$WACC = \frac{D}{CK} * Rd * (1 - t) + \frac{VK}{CK} * Re$$

Z výše uvedeného vzorce pak lze vyčíst základní stavební kameny WACC a to: náklady vlastního kapitálu Re , náklady cizího kapitálu Rd a velikost daňového štítu t . První 2 uvedené prvky budou následně blíže rozepsány, jelikož je jim nutné vzhledem ke složitosti výpočtu věnovat patřičnou pozornost.

2.8.1 Náklady na cizí kapitál

Dle Dluhošové (2008) je možné náklady na cizí kapitál charakterizovat jako „úroky, nebo kupónové platby, které je třeba platit věřitelům“. Kislingerová (2010), na straně 391 dále uvádí, že „za náklady na cizí kapitál R_d lze dosadit průměrnou úrokovou míru zjištěnou na základě velikosti a ceny jednotlivých úvěrů přijatých podnikem“ nebo je též možné použít variantu, kdy je míra úrokové míry z dlouhodobých úvěrů charakterizována níže uvedeným vzorcem:

(2.45)

$$R_d = \frac{\text{Nákladové úroky}}{\text{Bankovní úvěry}}$$

2.8.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál představují oportunitní náklady vkladatele kapitálu do podniku. Dle Maříka (2011) jsou náklady kapitálu primárně dány jako náklady ušlé příležitosti a nikoliv přímými platbami pro investory. Dle Dluhošové (2008) jsou zpravidla pro podnik vyšší, než náklady na cizí kapitál a to zejména protože riziko vlastníka vkládajícího prostředky do podniku je vyšší, než riziko věřitele. Jejich konkrétní kvantifikace však není nikterak lehkou záležitostí.

Pro stanovení R_e se v zásadě používá 4 základní metody:

- Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM),
- arbitrážní model oceňování (APM),
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

Pro potřeby této práce budou vypočítány 2 koeficienty R_e a to metodami CAPM a Stavebnicovým modelem a to z důvodu kompromisního řešení problémů s aplikací obou použitých modelů, které budou popsány níže. Výsledné R_e tak bude dáno rovnicí:

(2.46)

$$R_e = 0,5 * R_{eCAPM} + 0,5 * R_{eSM}$$

kde R_{eCAPM} je hodnota R_e zjištěná aplikací modelu CAPM a R_{eSM} je hodnota R_e zjištěná aplikací stavebnicového modelu.

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

Model CAPM⁷ je model, sloužící ke stanovení velikosti nákladů vlastního kapitálu firmy. Dle (Rosenbaum a Pearl., 2009) je založen na předpokladu, že by kapitáloví investoři měli být kompenzováni za podstoupení systematického rizika ve formě rizikové prémie nebo ve formě přebytku návratnosti nad návratností tržní, která je symbolizovanou bezrizikovou sazbou.

Systematické riziko je nediverzifikovatelné a přítomné na celém trhu. Jeho výše pro konkrétní podnik je dána kovariancí hodnoty akcií analyzované firmy k akciím celého tržního portfolia. Výsledné systematické riziko se následně označuje jako β . V případě, že je systematické riziko akcií oceňovaného podniku nižší, než systematické riziko trhu, je výsledkem $\beta < 1$. Pro potřeby této práce bude použita β oborová.

⁷ Capital Asset Pricing Model

Dalším faktorem tohoto modelu je bezriziková sazba r_f , která je stanovena jako cena (úrok) za bezriziková aktiva, za které jsou považovány dluhové cenné papíry (dluhopisy a pokladniční poukázky)⁸ americké vlády. Zajímavostí je, že dle Rosenbauma a Pearla, (2009) by mělo být použito takového dluhového cenného papíru, jehož splatnost reflektuje přibližnou další životnost analyzovaného podniku, ikdyž byl podnik ohodnocen jako „going concern“.

Posledním faktorem modelu CAPM je očekávaná výnosnost tržního portfolia, $E(R_m)$.

Výsledný vzorec CAMP lze zapsat takto:

(2.47)

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

Dle (Krabec, 2009) je Model oceňování kapitálových aktiv – model (CAPM), nejčastěji používaným nástrojem pro odhad výše diskontní míry. Na tomto místě je ale nutné uvést, že i přes svou širokou rozšířenost v praxi není bez kritiky, jejíž argumenty je při oceňování důležité brát v úvahu. Jako takový je totiž postaven na neoklasických základech a to za podmínek, kdy je kapitálový trh dokonalý, očekávání jsou homogenní (všichni rizikově averzní tvůrci trhu mají stejná a objektivně správná očekávání) a časové dimenze je orientovaná pouze na jednu časovou periodu. Existence těchto podmínek však má následný vliv na koeficient beta, který měří velikost systematického rizika ve vztahu k tržnímu portfoliu a výpočet nákladů kapitálu je tak zkreslen. Dle (Krabec, 2009) tak jeho používáním oceňovatelé de facto přebírají odpovědnost a zajišťují platnost modelu v podmínkách reálné ekonomiky, což je neopodstatněné jelikož reálné trhy nejsou dokonalé a očekávání nejsou homogenní. Fischer – Winkelman (2003) dokonce považuje CAPM za „nedochůdce autistických neoklasických teoretiků, případně proponentů“. Dle stejného zdroje je však nutné poznamenat, že dle průzkumu prováděném mezi profesory financí koeficient beta používají 97,3 % dotázaných profesorů a tak i pro potřeby této práce bude koeficient beta a jeho aplikace do CAPM použit.

Arbitrážní model APM

Jedná se o alternativní model k modelu CAPM a stejně jako CAPM slouží ke stanovení nákladů na vlastní kapitál. Jedná se o vícefaktorový model, který bere v úvahu též makroekonomické a mikroekonomické faktory.

⁸ T-bills, T-notes a T-bonds

Dividendový růstový model

Je modelem, využívaným zejména pro účely oceňování akcií, kdy se za předpokladu nekonečné držby akcie a konstantní hodnoty dividendy stanoví její hodnota jako perpetuita, kdy v čitateli je velikost konstantní hodnoty dividendy a ve jmenovateli tržní cena akcie.

Stavebnicové modely

Stavebnicové modely se používají zejména v ekonomikách, kde je obtížné použít model CAPM vzhledem k velmi nedokonalému kapitálovému trhu a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky. Velikost nákladů vlastního kapitálu se pak stanoví na základě účetních dat daného podniku. Výsledná velikost nákladů vlastního kapitálu je potom dána součty jednotlivých rizikových položek. Například Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR jsou stanoveny rizikové přírázky jako: R_f – bezriziková úroková míra, R_{LA} – riziková přírážka za velikost podniku, $R_{podnikatelské}$ – riziková přírážka za podnikatelské riziko a $R_{finstab}$ – riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability.

Výsledný vzorec pro nezadlužené podniky potom vypadá následovně:

(2.48)

$$WACC_u = R_f + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}$$

Stanovení rizikové přírážky R_{LA} :

(2.49)

$$UZ = VK + BU + OBL$$

Tabulka 2.5: Stanovení rizikové přírážky R_{LA}

Ukazatel	R_{LA}
$UZ > 3$ mld. CZK	0,00 %
$UZ < 100$ mil. CZK	5,00%
$UZ < 100$ mil. CZK	$(3 \text{ mld. CZK} - UZ)^2 / 168,2$

Zdroj: Dluhošová (2008)

Stanovení velikosti přírážky charakterizující produkční sílu $R_{podnikatelské}$:

Porovnává se velikost ukazatele EBIT/A s ukazatelem X1, který vyjadřuje nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. X1 je následně definováno v níže uvedeném vzorcem a velikost $R_{podnikatelské}$ potom záleží na v tabulce uvedených podmínkách.

(2.50)

$$X1 = \frac{(VK + BU + O)}{A} * \frac{\dot{U}}{BU + O}$$

Tabulka 2.6: Stanovení rizikové přírážky $R_{\text{podnikatelské}}$:

Ukazatel	$R_{\text{podnikatelské}}$
$\text{EBIT}/A > X1$	0,00 %
$\text{EBIT}/A < 0$	10,00%
$\text{EBIT}/A \geq 0 \wedge \text{EBIT}/A \leq X1$	$(1 - \text{EBIT}/A)^2 / (10 * X1^2)$

Zdroj: Dluhošová, (2008)

Stanovení velikosti přírážky R_{finstab} :

Dle Dluhošové (2008) vychází ukazatel z celkové likvidity oběžná aktiva / krátkodobé závazky, přičemž je stanovena mezní hodnota likvidity XL jako:

Tabulka 2.7: Stanovení rizikové přírážky R_{finstab}

Ukazatel	XL
Průměr průmyslu < 1,25 pak horní hranice XL	1,25
Průměr průmyslu > 1,25	Průměr průmyslu

Ukazatel	R_{finstab}
Celková likvidita podniku > XL	0,00 %
Celková likvidita podniku < 1	10,00 %
Celková likvidita podniku > 1 \wedge Celková likvidita < XL	$\frac{(XL - \text{celková likvidita})^2}{10 * (XL - 1)^2}$

Zdroj: Dluhošová (2008)

Velikost R_f se stanoví jako výnosnost desetiletého státního dluhopisu České republiky.

3 Praktická aplikace oceňovacích metod ve vybraném podniku

Tato kapitola bude věnována představení společnosti CZ LOKO, a. s., analýze konkurence v odvětví, ve kterém uskutečňuje svou podnikatelskou činnost, návrhu dlouhodobého finančního plánu společnosti, stanovení nákladů na kapitál společnosti a nakonec bude provedeno samotné stanovení hodnoty podniku. Pro část věnující se představení společnosti CZ LOKO, a. s. bude použito převážně informací uváděných ve výroční zprávě CZ LOKO, a. s. za rok 2012 a webové prezentace společnosti.

3.1 Představení firmy CZ LOKO, a. s.

Společnost CZ LOKO, a. s. je společností zapsanou do obchodního rejstříku pod spisovou značkou **B 2984 u Krajského soudu v Hradci Králové**, v právní formě „**akciová společnost**“ a to k 20. 12. 2006, se sídlem v České Třebové, na ulici Semanínská 580. Dle obchodního rejstříku má rozličné obchodní činnosti. Mezi nejdůležitější však patří „**opravy ostatních dopravních prostředků a pracovních strojů**“.

Zaměření její činnosti na železniční dopravu je dána již její předchozí hlubokou historií, které nepřímo sahá až do roku 1849, kdy byl zahájen provoz železničních dílen v České Třebové a to pro účely oprav a údržbu parních lokomotiv a železničních vozů. Až do roku 1992, kdy byl podnik privatizován, v něm byly opravovány různé typy lokomotiv, především pak dieselové a to jak s elektrickým, tak hydrodynamickým přenosem výkonu. Elektrické lokomotivy byly opravovány až v průběhu roku 1988.

Po roce 1992, kdy došlo k privatizaci, byl podnik několikrát přejmenován. Byly k němu přidávány další společnosti a až v roce 2006 došlo k definitivní změně názvu z ČMKS holding, a. s.⁹ na CZ LOKO, a. s., která se tak stala matkou HOLDINGU CZ LOKO, a. s.

Vlastníky společnosti jsou Ing. Josef Bárta a společnost Phoenix – Zeppelin, spol. s r. o., držící dohromady 100 ks akcií na jméno v listinné podobě a jmenovité hodnotě 2.100.000 Kč, tvořící též základní kapitál společnosti.

3.1.1 Vedení společnosti, mise a vize

Vizí podniku je „...prostřednictvím inovativních a dostupných řešení zvýšit bezpečnost, spolehlivost a efektivitu provozu vozidel, které jsou zdrojem pohybu na železnici.“

Misí podniku je „...být spolehlivým, profesionálním a perspektivním partnerem železničních dopravců v oboru výroby, modernizace a oprav hnacích vozidel včetně následné péče o ni.“

⁹ Založen 3. 1. 1995, zapsán do OR u soudu v Praze, oddíl B, číslo vložky 2984

Tabulka 3.1: Představenstvo společnosti CZ LOKO, a. s.

Představenstvo mateřské společnosti
Ing. Josef Bárta, předseda představenstva
Ing. Michal Holý, místopředseda představenstva
Ing. Aleš Podolák, člen představenstva

Zdroj: Výroční zpráva společnosti CZ LOKO, vlastní zpracování 2012

Tabulka 3.2: Dozorčí rada společnosti CZ LOKO, a. s.

Dozorčí rada společnosti
Ing. Josef Mixa, předseda dozorčí rady
Ing. Bedřich Bulíčka, člen dozorčí rady
Ing. Pavel Boš, člen dozorčí rady

Zdroj: Výroční zpráva společnosti CZ LOKO, vlastní zpracování 2012

3.1.2 Struktura Holdingu CZ LOKO, a. s.

Společnost CZ LOKO, a. s. má 2 provozovny, v České Třebové a Jihlavě a dále provozuje servisní střediska ve městech Most a Letohrad. Mimo to drží následující majetkové podíly:

Tabulka 3.3: Majetková struktura CZ LOKO HOLDING

Společnost	Podíl na vlastnictví
CZ Logistic, s. r. o.	100 %
Letohradské strojírnny, s. r. o.	77 %
CZ LOKO Polska, Sp. z o. o.	100 %
MSV elektronika, s. r. o.	17 %
Lokomont, s. r. o.	49 %
UAB „LOKOSEERVIS“	48 %

Zdroj: Výroční zpráva společnosti CZ LOKO, vlastní zpracování

3.1.3 Výrobní program CZ LOKO, a. s. a struktura odběratelů bez dceřiných společností

Výrobní program mateřského podniku CZ LOKO, a. s. je definován svým zaměřením zejména na vývoj, výrobu, opravy, remotorizace a modernizace kolejových vozidel a to jak o rozchodu 1.435 mm¹⁰, tak rozchodu 1.520 mm.¹¹ Jedná se především o dieselové lokomotivy, které jsou nosným produktem společnosti. Zejména se jedná o lokomotivy řady 753.6, 742.7 a 750.7, které společnost modernizuje a jsou poptávány převážně v tuzemsku a u našich nejbližších zahraničních sousedů. Na exportu se potom podílí například výroba dvounápravových lokomotiv 719/TME3 nebo modernizace lokomotiv ČME3. Celkové produktové portfolio je však poměrně široké a mimo dieselové lokomotivy je v něm možné

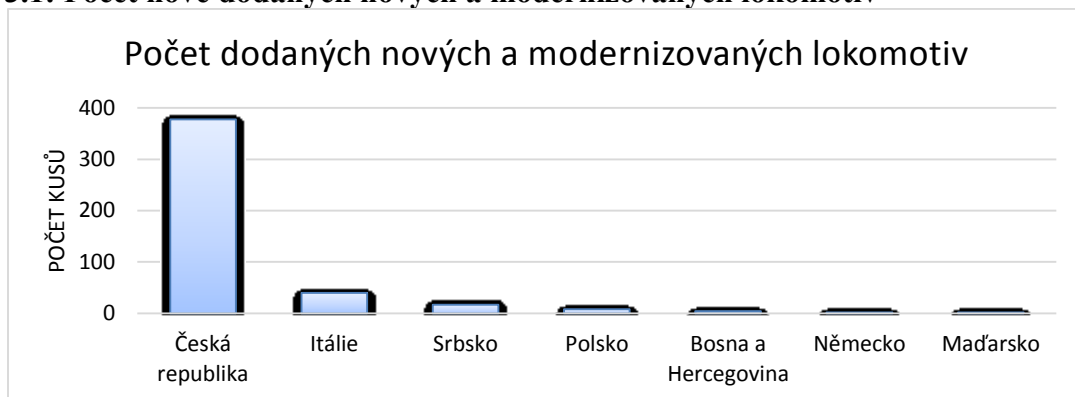
¹⁰ Rozchod, který je běžný například pro západní a střední Evropu

¹¹ Rozchod používaný například v Rusku a na Ukrajině

najít také výrobu a modernizaci speciálních traťových strojů či opravy elektrických lokomotiv (zejména pak dodávky hlavních paketů pro lokomotivy trakce 10 a 30).

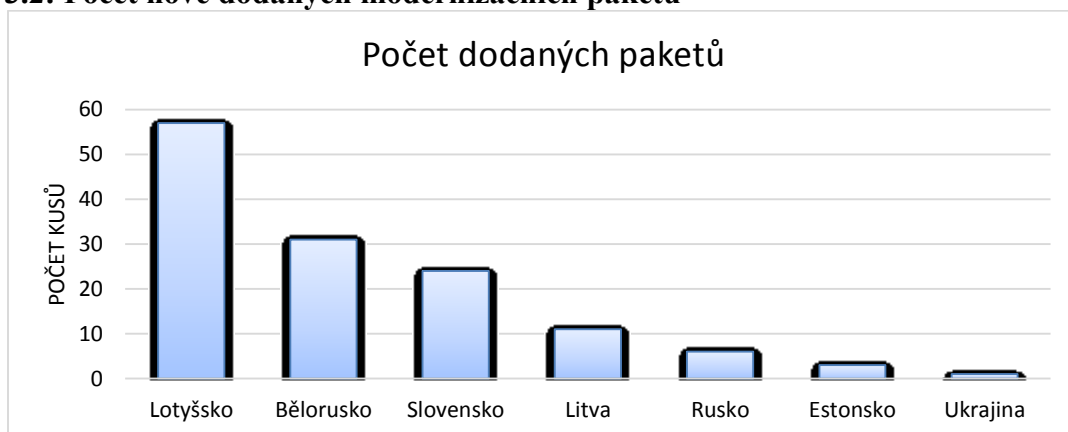
Produkty společnosti jsou úspěšně vyváženy za hranice České republiky a to zejména do Polska, Slovenska, Ruska, Běloruska či do pobaltských států. Celkem bylo společností vyvezeno již 206 ks lokomotiv.

Graf 3.1: Počet nově dodaných nových a modernizovaných lokomotiv



Zdroj: Profil společnosti CZ LOKO, a. s. 2012

Graf 3.2: Počet nově dodaných modernizačních paketů



Zdroj: Profil společnosti CZ LOKO, a. s. 2012

Nejvýznamnějšími zákazníky tak jsou zejména společnosti patřící do holdingu České dráhy, a. s., státní organizace SŽDC, AWT, a. s. a další velcí hráči na českém železničním trhu. Procento exportovaných výrobků však stoupá a v roce 2012 dosáhl podíl exportu na tržbách přibližně 50 %. Do budoucna tak společnost počítá s využitím potenciálu východních trhů a to zejména Ruska a jemu přilehlých regionů.

Z hlediska budoucího vývoje tržeb je dále důležité zmínit fakt, že společnost disponuje kvalitativními, odbornými a produktovými certifikáty, spolupracuje s vysokými školami, rozvíjí výzkumnou a vývojovou činnost (například vývojem lokomotivy 744.0) a disponuje dlouhodobou personální strategií pro výchovu nových zaměstnanců.

3.2 Popis odvětví a benchmarking

CZ LOKO, a. s. spadá dle klasifikace CZ - NACE do níže uvedených odvětví, ze kterých je pro účely této práce nejdůležitější odvětví 30¹², konkrétně pak 30.2 – Výroba železničních lokomotiv a vozového parku. Kompletní výčet ekonomických činností, ve kterých CZ LOKO, a. s. působí, se skládá z následujících činností:

Tabulka 3.4: Odvětví, ve kterých působí CZ LOKO, a. s.

Kód CZ - NACE	Popis číselného kódu CZ - NACE
30200	Výroba železničních lokomotiv a vozového parku
00	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
16230	Výroba ostatních výrobků stavebního truhlářství a tesařství
25720	Výroba zámků a kování
289	Výroba ostatních strojů pro speciální účely
30990	Výroba ostatních dopravních prostředků a zařízení j. n.
45200	Opravy a údržba motorových vozidel, kromě motocyklů
69200	Účetnické a auditorské činnosti, daňové poradenství
7120	Technické zkoušky a analýzy
71209	Ostatní technické zkoušky a analýzy
952	Opravy výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost

Zdroj: http://www.info.mfcr.cz/cgi-bin/ares/darv_res.cgi?ico=61672131&jazyk=cz&xml=1, vlastní zpracování

Jak bylo uvedeno výše, nejdůležitější je obor 30 a jeho podskupina 30.2. Ta v roce 2012 dle Ministerstva průmyslu a obchodu tvořila 61,4% podíl na celkových tržbách za vlastní výrobky a služby v celé sekci 30. Oddíl 30.2 potom reprezentují zejména firmy: CZ LOKO, a. s., ŠKODA Transportation, a. s., Škoda vagonka, a. s., Bonatrans Group a další. Dle stejného zdroje má však oddíl ostatních dopravních prostředků minoritní postavení a jeho podíl na celkových tržbách zpracovatelského průmyslu za rok 2012 činil pouze 1,4 %, podíl na účetní přidané hodnotě jen 2,1 % a podíl oddílu na celkové zaměstnanosti nedosáhl ani 2 %.

Z hlediska cenového vývoje pak zasáhla odvětví 30 spíše stagnace. Ministerstvo průmyslu a obchodu v publikaci Panorama 2012 celkovou situaci podskupiny 30.2 shrnuje takto: „ Po velmi úspěšném roce 2011 poklesly firmám v železničním průmyslu meziročně tržby o 10 %, což představuje skoro 3 mld. Kč.“ Asociace podniků českého železničního průmyslu dokonce konstatovala, že byl rok 2012 rokem špatným až devastujícím pro firmy českého železničního průmyslu.

¹² Výroba ostatních dopravních prostředků a zařízení

Graf 3.3: Obrat a vývoz členů Asociace podniků českého železničního průmyslu



Zdroj: ACRI

Z hlediska zahraničního obchodu v podskupině 10.2 pak společnost CZ LOKO, a. s. dosáhla významného kontraktu ve výši téměř 500 mil. Kč na dodání komponentů pro 20 lokomotiv národnímu dopravci Běloruska a dále budou pro stejnou společnost dodáno 49 kusů modernizovaných lokomotiv ČME3 a to v letech 2011 – 2014. Velmi úspěšně se na mezinárodním trhu podílela také Škoda Transportation, které dosáhla několika významných zakázek, například zakázku na dodání 9 vlakových souprav metra do Petrohradu v celkovém peněžním objemu 2 mld. Kč, či zakázku na modernizaci 21 polských jednotek EN 57.

Ministerstvo průmyslu a obchodu v publikaci Panorama 2012 dále uvádí, že výrobcům v železničním průmyslu pomůže modernizace železniční infrastruktury v souladu s evropskou strategií výstavby vysokorychlostních železničních koridorů, které mimo jiné podnítl zájem dopravců o moderní rychlé vlakové soupravy a související zařízení.

Tabulka 3.5: Data odvětví CZ - NACE 30.2

CZ NACE 30.2	2008	2009	2010	2011	2012
Počet podniků	41	49	48	48	47
Tržby za prodej vl.výrobků a služeb	22.705.800	30.231.331	25.655.912	32.667.928	29.848.071
Účetní přidaná hodnota	7.541.417	10.606.978	9.286.771	11.574.432	10.433.979
Počet zaměstnanců	7.713	9.718	9.246	10.049	10.296
Osobní náklady	3.657.589	5.236.321	4.078.183	4.545.308	4.741.670
Produktivita práce z účetní přidané hodnoty	977.807	1.091.530	1.004.412	1.151.778	1.013.391

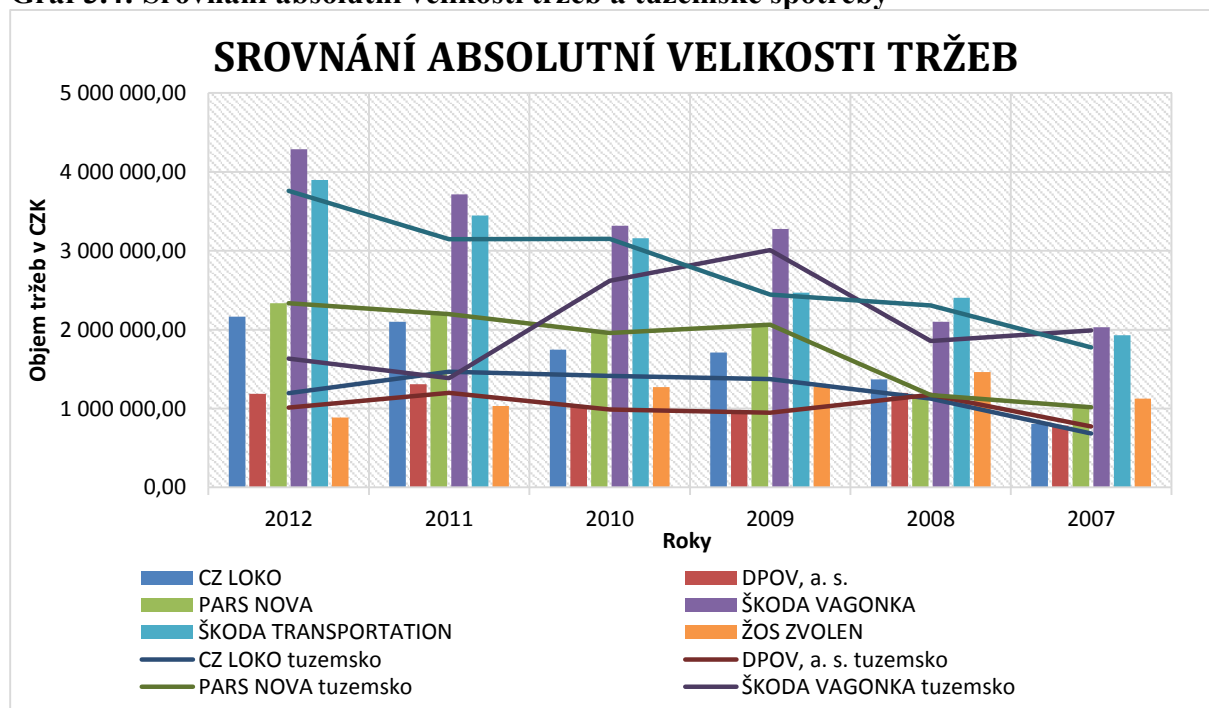
Zdroj: Panorama 2012, vlastní zpracování

Z hlediska benchmarkingového srovnání v rámci oboru je potom podnik CZ LOKO, a.s. srovnáván s jemu nejpodobnějšími konkurenty. Konkrétně se společnostmi Škoda Vagonka, a. s., Škoda Transportation¹³, PARS NOVA, a. s., DPOV, a. s. a ŽOS Zvolen.

Z hlediska absolutní velikosti tržeb i rentability tržeb, očištěných od tržeb za opravu a prodej železničních vozů, tramvají a ostatních služeb patří podnik CZ LOKO, a.s. spíše ke střednímu podniku v rámci identifikovaných konkurentů. Vyšší tržby vykázaly v posledním roce všechny 3 společnosti, patřící do holdingu Škoda Transportation. Velmi pozitivně se však projevuje vývoj poměru tržeb CZ LOKO ze zahraničí k tržbám tuzemským, jelikož stoupá a tím se stává méně závislým na tuzemských odběratelích.

Podnik vykazuje oproti analyzovaným konkurentům mírně vyšší zadluženost (druhou nejvyšší v roce 2012), definovanou poměrem cizího kapitálu ke kapitálu vlastnímu. Průměr konkurentů přitom dosahuje hodnoty okolo 49 %. Jako problematická se potom může jevit hodnota běžné likvidity podniku, která po celou dobu nedosahuje průměru konkurence a kromě roku 2007 nepřesáhla ani spodní doporučenou hranici. Nedobrá hodnota likvidy je pak částečně kompenzována relativně vysokou obrátkou zásob, která je jednou z nejlepších z hlediska analyzovaných konkurentů. Celkově pak firma CZ LOKO vykazuje spíše průměrných až mírně podprůměrných hodnot v rámci sledovaných společností. Více informací o porovnání s konkurenty poskytují níže uvedené grafy.

Graf 3.4: Srovnání absolutní velikosti tržeb a tuzemské spotřeby



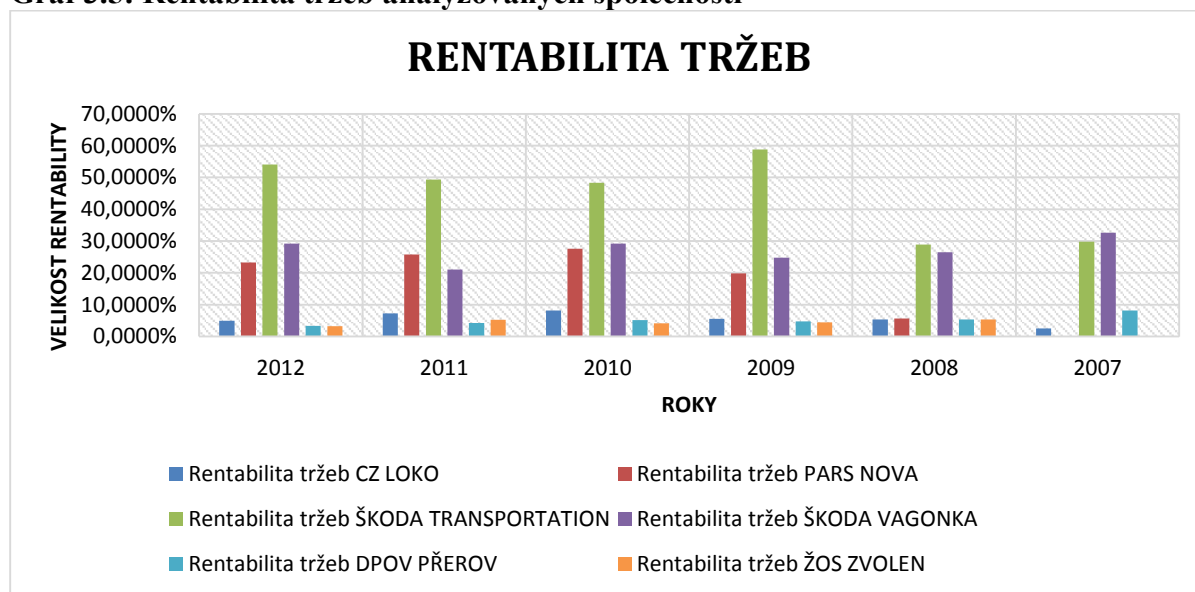
Zdroj: Vlastní zpracování

¹³ Závod Plzeň

V absolutní velikost tržeb je čitelný dlouhodobý trend nárůstu tržeb v analyzovaných firmách. CZ LOKO, a. s. pak v prvních analyzovaných letech dosahovala téměř shodné velikosti se všemi podniky mimo Škody Transportation, a. s. a Škody Vagonka, a. s. avšak v průběhu sledovaných let velikostně násobně přerostla ŽOS Zvolen i DPOV, a. s. a dlouhodobě dosahuje podobných tržeb jako Pars NOVA, a. s.. Na rozdíl od co do velikosti úspěšnější Škody Transportation a Pars Nova je u ní také patrné snížení závislosti na tuzemských odběratelích. Pars NOVA do zahraničí lokomotivy téměř vůbec nevyváží. Snížení závislosti na domácím trhu se projevuje i na tržbách DPOV, a. s., ty ale majetkově spadají do portfolia společnosti České dráhy, a. s. a vliv na snížení závislosti na tuzemských odběratelích tak není z hlediska existence podniku natolik důležitý, jako je tomu u CZ LOKO. V celkovém zhodnocení patří z hlediska tržeb a jejich diverzifikace mezi průměrné až nadprůměrné podniky.

Z hlediska rentability tržeb, definované poměrem součtu tržeb z vlastních výrobků a služeb a tržeb ze zboží na EBIT, však podnik patří mezi podniky průměrné až podprůměrné. CZ LOKO dosahuje násobně horších výsledků, než podniky v holdingu Škoda Transportation. Při celkovém porovnání pak dlouhodobě obsazuje pomyslné 4. místo ze 6.

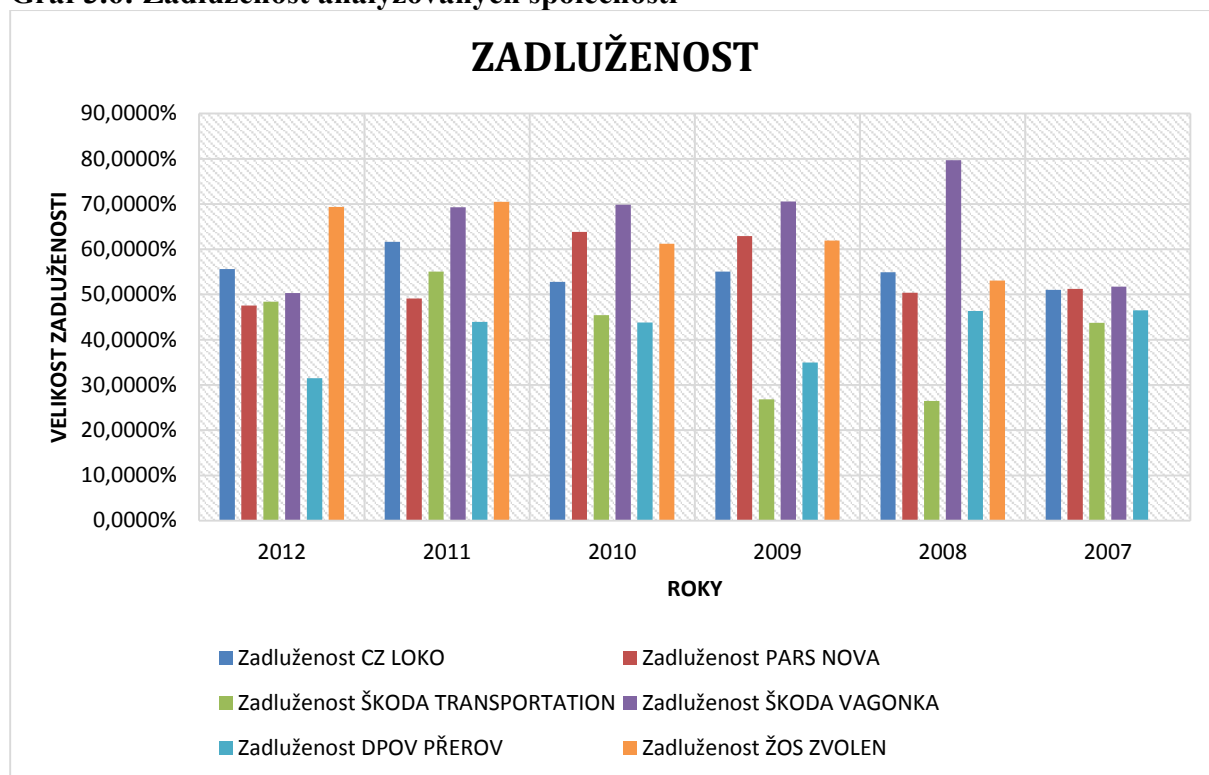
Graf 3.5: Rentabilita tržeb analyzovaných společností



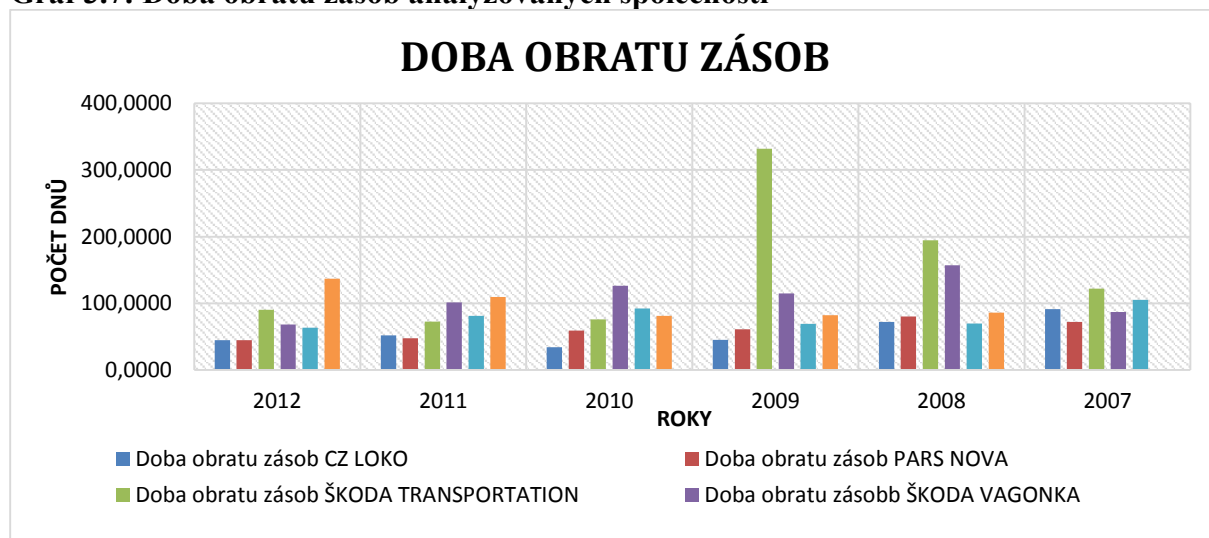
Zdroj: Vlastní zpracování

Z hlediska **zadluženosti**, definované poměrem cizího kapitálu k celkovému kapitálu patří CZ LOKO k podnikům s nejvyšším poměrem. I přesto však nijak výrazně nevybočuje z oborového průměru a patří tak mezi podnik průměrný.

Graf 3.6: Zadluženost analyzovaných společností

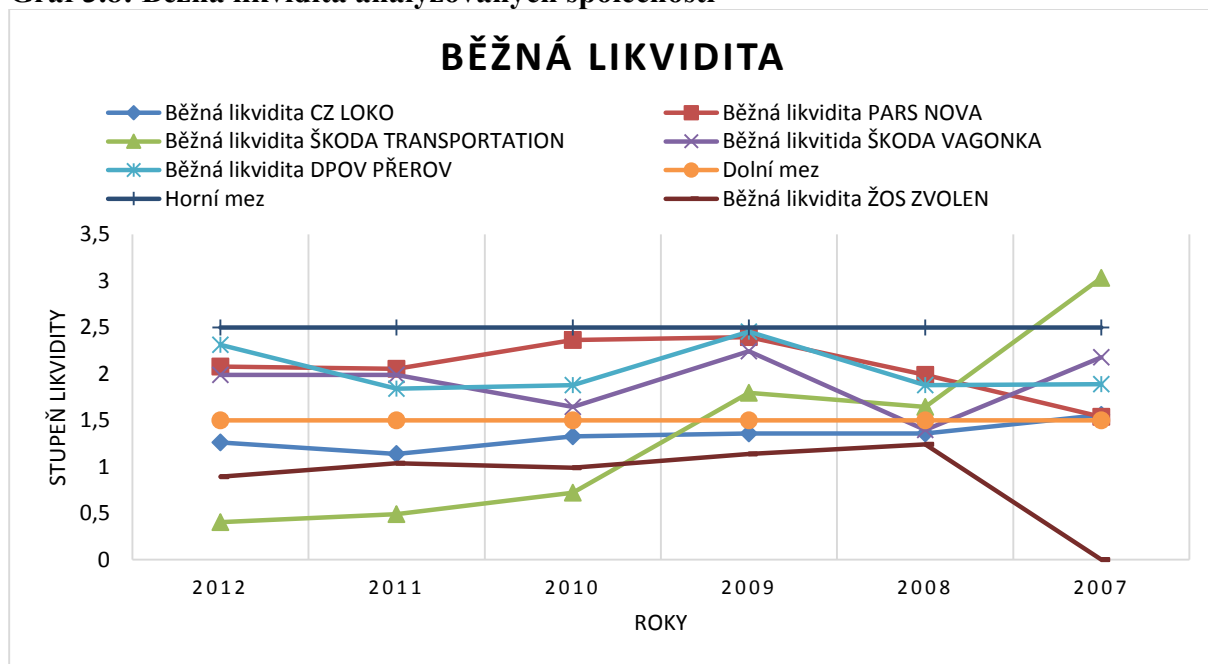


Graf 3.7: Doba obratu zásob analyzovaných společností



Z hlediska **doby obratu zásob** patří CZ LOKO mezi nejlepší v oboru. Její doba obratu zásob se v průběhu času snížila a v současné době je po DPOV 2. nejlepší z analyzovaných společností. Tento fakt může kompenzovat možné problémy s běžnou likviditou, která dlouhodobě nedosahuje ani oborového průměru, ani teoretiky doporučované mezní hodnoty likvidity a je tak kriticky nízká.

Graf 3.8: Běžná likvidita analyzovaných společností



Zdroj: Vlastní zpracování

3.3 Manažerská analýza

Manažerská analýza, provedená podle metody doporučené Maříkem (2011) a jejíž detailní kroky jsou uvedeny níže ukázala, že CZ LOKO, a. s. v upravené Bostonské matici s výsledky 67,71 % konkurenční síly a 57 % atraktivity trhu patří mezi podniky s přijatelnou perspektivou. To dokazuje i rostoucí podíl tržeb ze zahraničí na tržbách celkových a stabilní růst tržeb.

Tabulka 3.6 : Manažerská analýza CZ LOKO, a. s. – upravená BCG matice

KONKURENČNÍ SÍLA 	Velká	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s dobrou perspektivou	Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s přijatelnou perspektivou	Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	Podniky téměř bez perspektivy	Podniky s malou perspektivou	Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
ATRAKTIVITA TRHU 				

Zdroj: Mařík (2011), vlastní zpracování, www.czloko.cz

Tabulka 3.7: Manažerská analýza CZ LOKO, a. s. – Hodnocení kvality managementu

Hodnocení kvality managementu								
Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení
		1	2	3	4	5	6	
Schopnost tvořit vize	Žádná						1	Vedení má jasnou vizi
Schopnost tvořit strategie	Žádná						1	Vedení má jasnou strategii
Schopnost prognózovat	Špatná					1		Mimořádná
Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle						1	Realistické pohledy
Plánování běžné činnosti	Žádné					1		Pravidelně, obsáhle
Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence					1		Jasně kompetence a hodnoty
Osobní kvalifikace	Nedostatečná						1	Vysoce kvalifikovaný
Schopnost se učit	Ztrnulost v minulém						1	Vysoká, zájem o nové
Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování						1	Schopnost rychle nalézt řešení
Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost						1	Ovládá obě oblasti
Četnost bodů		0	0	0	0	3	7	
Body * Četnost		0	0	0	0	15	42	
Průměrný počet bodů		5,7						

Zdroj: Mařík (2011), vlastní zpracování

Výše uvedená tabulka poskytuje informaci o tom, jak kvalitní je management, který oceňovaný podnik řídí. V případě CZ LOKO, a. s. vyšel počet bodů přibližně 5,5 a je tedy zřejmé že management společnosti bude jednou z hlavních konkurenčních výhod oceňovaného podniku. V případě, že by management dosahoval podprůměrného hodnocení, by bylo pro hodnotu podniku prospěšné provést změny v současném řízení společnosti.

Tabulka 3.8: Manažerská analýza CZ LOKO, a. s. – Hodnocení personální situace

Hodnocení situace v personální oblasti								
Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení
		1	2	3	4	5	6	
KVALIFIKACE A FLUKTUACE								
Závislost na klíčových odbornících	Provoz podniku je vysoce závislý na pracovnících se specifickou odborností	1						Provoz nevyžaduje speciální odbornost
Kvalifikace personálu	Podnik nemá dostatečně kvalifikovaný personál						1	Podnik má personál s potřebnou kvalifikací
Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace						1	Nízká fluktuace
KLIMA V PODNIKU								
Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost, nedůvěra v management podniku						1	Spokojenost, důvěra v budoucnost
Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota k výkonům, neochota převzít odpovědnost						1	Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost

OSOBNÍ NÁKLADY						
Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce věnována malá pozornost			1	Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně	
Náklady na školení	Minimální			1	Vysoké, srovnatelné s konkurencí.	
Četnost bodů		0	1	0	0	3 3
Body * Četnost		0	2	0	0	15 18
Průměrný počet bodů		5				

Zdroj: Mařík (2011), vlastní zpracování

V oblasti personálu podniku se podnik těší nadprůměrně uspokojivé situaci. Podnik poskytuje dostatečný prostor pro rozvoj zaměstnanců, netrpí vysokou fluktuací a umí si tak udržet klíčové odborníky. Z hlediska stanovení hodnoty podniku tedy je přiměřená perspektiva pro fungování podniku do budoucna.

Tabulka 3.9: Manažerská analýza CZ LOKO, a. s. – Hodnocení DHM a investic

Hodnocení dlouhodobého majetku a investic								
Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení
		1	2	3	4	5	6	
Přiměřenost kapacit k datu ocenění	Nedostatečné kapacity, nebo naopak příliš mnoho kapacit					1		Kapacity optimálně využité
Technická úroveň dlouhodobého majetku	Velmi zastaralá					1		Velmi moderní
Stav údržby	Nedostatečná údržba, zanedbanost						1	Pečlivá údržba
Fundovanost posuzování investic	Rozhodování "od oka"						1	Plánování dopadu investičních rozhodnutí
Investiční controlling	Žádné prvky investičního controllingu						1	Průběžná kontrola a zpětné hodnocení významných investic
Přiměřenost investic	Investiční činnost zcela nedostatečná						1	Investice jsou přiměřené konkrétní situaci a rozvojovým záměrům
Četnost bodů		0	0	0	0	2	4	
Body * Četnost		0	0	0	0	10	24	
Prům. počet bodů		5,7						

Zdroj: Mařík (2011), vlastní zpracování

Velikost inovační síly o výsledku 4,6 znamená, že podnik nadprůměrně inovuje. O tom svědčí zejména počet nových certifikátů a také řada nových produktů, jako je lokomotiva 744, nebo podíl v MSV Elektronika pro vývoj elektronických komponent. Inovační síla by tedy měla být dostatečná pro zaručení generování tržeb do budoucna.

Tabulka 3.10: Manažerská analýza CZ LOKO, a. s. – Hodnocení inovační síly

Hodnocení inovační síly									
Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení	
		1	2	3	4	5	6		
INOVAČNÍ SÍLA									
Množství registrovaných práv průmyslového vlastnictví	Malé množství, podnik již delší dobu nepodal žádnou novou přihlášku k registraci				1			Vysoký počet registrovaných práv a průběžně nové přihlášky	
Podíl na nových produktech na trhu	Minimální podíl na trhu nových produktů				1			Nadprůměrný podíl	
Podíl nových produktů na tržbách	Nízký				1			Vysoký	
Využití informací z reklamací	Informace nejsou využívány						1	Propracovaný systém sledování a využívání informací z reklamací	
ORGANIZACE VÝZKUMU A VÝVOJE									
Motivace pracovníků na inovacích	Žádný motivační systém					1		Propracovaný motivační systém	
Podíl úspěšných výzkumných projektů	Malý					1		Vysoký	
Strategie výzkumných prací	Žádný výzkum nebo improvizované řešení					1		Jasně cíle a strategie	
Podíl nákladů na R&D	Nízký podíl				1			Nadprůměrný podíl	
Četnost bodů		0	0	0	4	3	1		
Body * Četnost		0	0	0	16	15	6		
Průměrný počet bodů		4,625							

Zdroj: Mařík (2011), vlastní zpracování

Tabulka 3.X: Manažerská analýza CZ LOKO, a. s. – Hodnocení atraktivity trhu

Analýza atraktivity trhu									
Kritérium	Hodnocení								
	Konkurence má převahu			Průměr				Podnik má převahu	
	0	1	2	3	4	5	6	Váha	Váha *
Růst trhu			2					3	6
Velikost trhu					4			2	8
Intenzita konkurence				3				3	9
Průměrná rentabilita			2					3	6
Bariéry vstupu						5		3	15
Možnosti substituce					4			2	8
Citlivost na konjunkturu				3				2	6
Struktura zákazníků						5		3	15
Vlivy prostředí				3				2	6
Celkem								23	79
Max. počet bodů	138								
Dosažené hodnocení	0,57								

Zdroj: Mařík (2011), vlastní zpracování

Hodnota atraktivity trhu vychází ve výši 57 %, což znamená, že je trh, na kterém CZ LOKO, a. s. působí průměrně atraktivní. To může pro CZ LOKO, a. s. znamenat možnost pro vyšší marže na produktech, na druhou stranu z dlouhodobého hlediska může takováto atraktivita přilákat nové konkurenty.

Tabulka 3.11: Manažerská analýza CZ LOKO, a. s. – Konkurenční síla podniku

PROFIL KONKURENČNÍ SÍLY									
Kritérium	Hodnocení								
Konkurence má převahu				Průměr			Podnik má převahu		
	0	1	2	3	4	5	6		
Cenová úroveň			1					Přímé faktory	
Šíře sortimentu				1					
Hloubka sortimentu				1					
Kvalita zboží					1				
Dostupnost					1				
Certifikáty					1				
Technická úroveň výrobku						1			
Dostupnost servisu					1				
Poskytovaná záruka					1				
Obchodní pokrytí					1				
Image firmy						1			
Kvalita managementu						1		Nepřímé faktory	
Výkonný personál						1			
Systém řízení výroby					1				
Majetek a investice						1			
Finanční situace						1			
Četnost bodů	0	0	1	2	8	5	0		
Body * Četnost	0	0	2	6	32	25	0		
Průměrný počet bodů	0,677								

Zdroj: Mařík (2011), vlastní zpracování

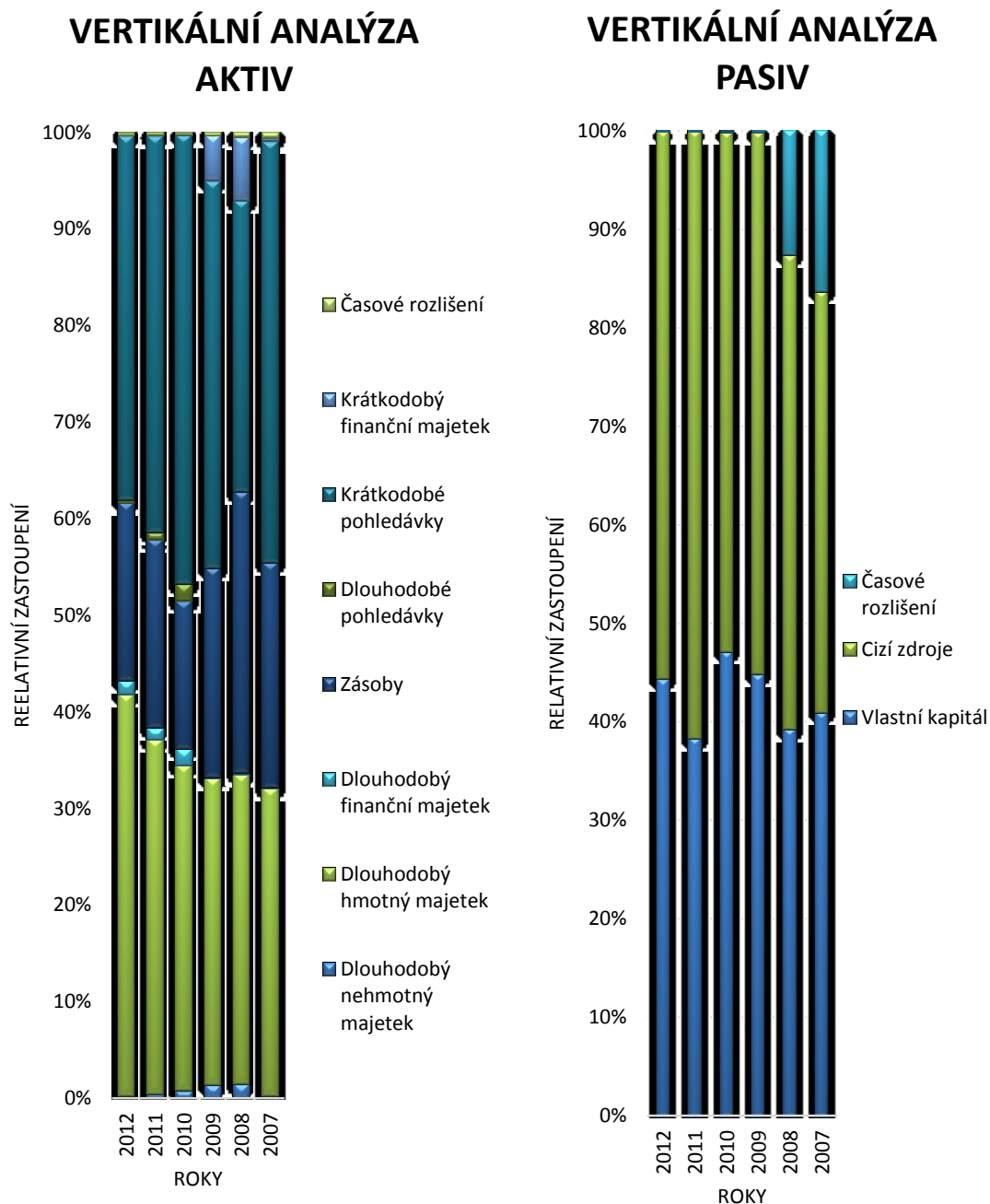
Na základě hodnocení managementu, personálu, inovací, dlouhodobého majetku a investic byla sestavena konkurenční pozice analyzovaného podniku. Ta je s výsledkem 67,7 % mírně nadprůměrná oproti ostatním konkurentům. Tomu odpovídá i neustále rostoucí tržní podíl CZ LOKO, a. s.

3.4 Finanční analýza a zhodnocení zdraví podniku

Následující odstavce budou věnovány finanční analýze za účelem zjištění bližších informací o současné výkonnosti podniku a také pro možnost srovnání aktuálních dat s daty vykazovanými v predikovaných účetních výkazech. Horizontální a vertikální analýza společnosti, rozpadové ukazatele a porovnání bankrotních a bonitních modelů mezi společnostmi jsou obsahem **Přílohy 2**.

3.4.1 Vertikální analýza aktiv a pasiv

Graf 3.9: Vertikální analýza společnosti CZ LOKO, a. s.



Zdroj: vlastní zpracování

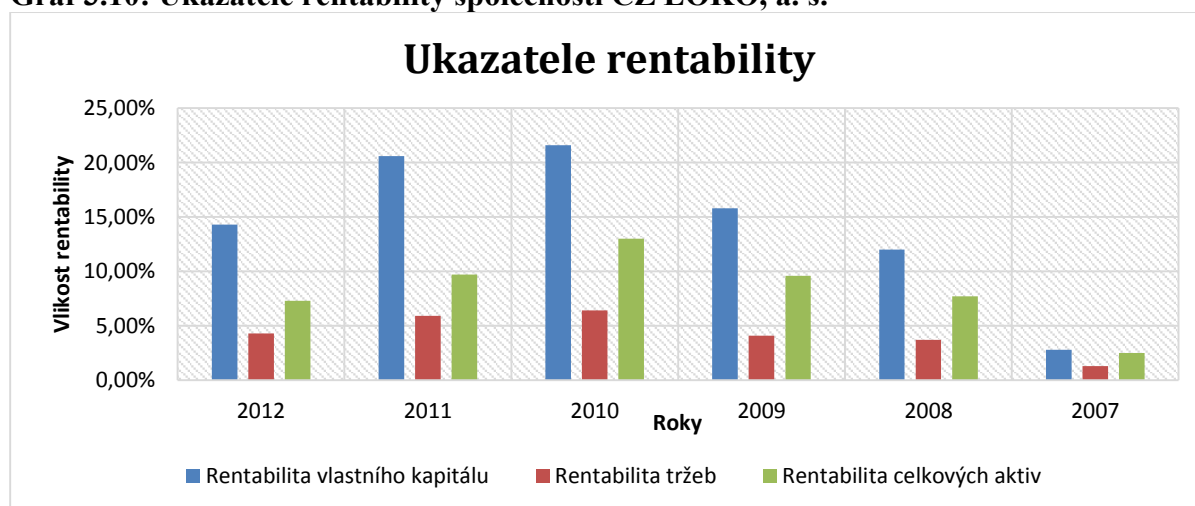
Z vertikální analýzy, graficky znázorněné na grafech pod tímto textem je možné vyčíst vzrůstající podíl dlouhodobého hmotného majetku na hodnotě aktiv podniku. To může být způsobeno několika vlivy, zejména se však pravděpodobně jedná o vliv nově postavené haly pro opravy trakčních motorů. Ostatní prvky vertikální analýzy aktiv jsou neustále proměnlivé. Růst podílu dlouhodobého hmotného majetku je však důležitým indikátorem finanční situace podniku. V případě, že by jejich podíl začal klesat, může se jednat o signál finančních problémů

podniku, krytých rozprodejem majetku společnosti. Z vertikální analýzy pasiv je následně výrazně čitelný podíl cizího kapitálu na kapitálu vlastním a jeho pravidelné roční výkyvy. Podíl cizího kapitálu na vlastním je v roce 2012 na průměru analyzovaných historických hodnot a neměl by se dále zvyšovat vzhledem k datům deklarovaných příjmy konkurencí. Je však možné zapojit další cizí zdroje v případě, kdy by byly náklady na vlastní kapitál vyšší, než na kapitál cizí.

3.4.2 Ukazatele rentability

Společnost ve všech analyzovaných letech dostáhla kladných hodnot ukazatelů rentability a od roku 2007 do roku 2010 zaznamenala stálý růstový trend ve všech analyzovaných rentabilitách. To je způsobeno zejména růstem účetního zisku společnosti, který však v roce 2011 zbrzdil a v roce 2012 dokonce klesl, což mělo za následek i pokles sledovaných rentabilit. Na výsledky rentabilit měl též vliv nepřerušovaný nárůst hodnoty celkových aktiv, vlastního kapitálu a absolutní velikosti tržeb v běžných cenách.

Graf 3.10: Ukazatele rentability společnosti CZ LOKO, a. s.

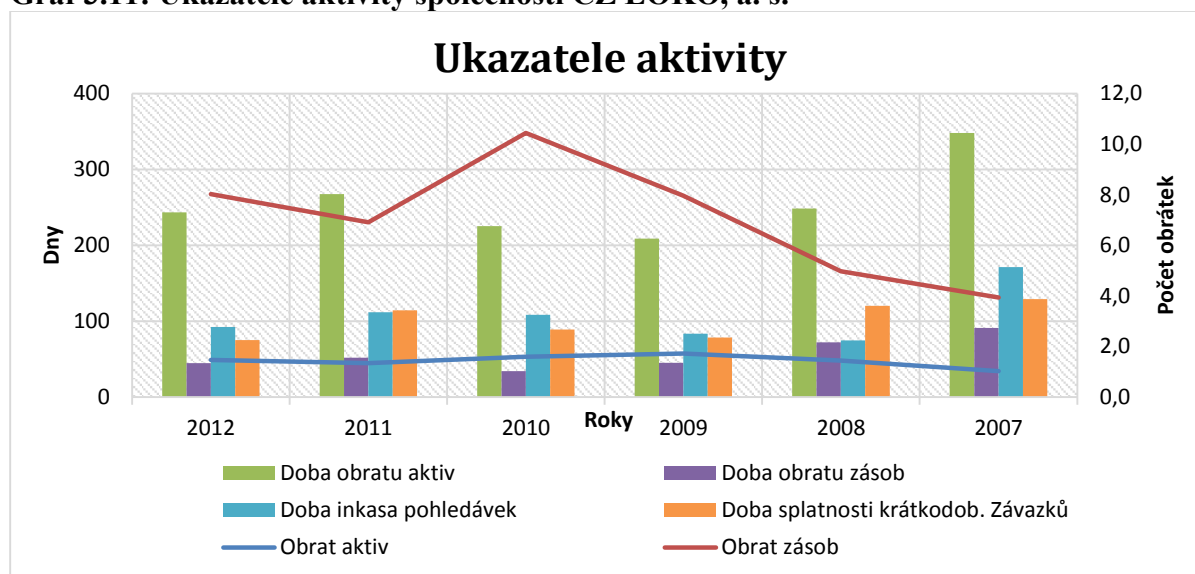


Zdroj: vlastní zpracování

3.4.3 Ukazatele aktivity

Jak bylo konstatováno výše, z hlediska mezifiremního srovnání jsou ukazatele aktivity společnosti CZ LOKO jedny z nejlepších v oboru. V dlouhodobém pozorování je však možné zjistit, že stav doby obratu aktiv se v roce 2012 dostal na úroveň roku 2008. V oblasti ostatních ukazatelů je situace v průběhu let poměrně stabilní. V letech 2011 a 2008 byla dokonce doba inkasa pohledávek ve dnech nižší, než doba splatnosti krátkodobých závazků, což pro podnik může představovat výhodu v nižší potřebě krátkodobých finančních úvěrů.

Graf 3.11: Ukazatele aktivity společnosti CZ LOKO, a. s.



Zdroj: vlastní zpracování

3.4.4 Ukazatele zadluženosti

Dlouhodobá zadluženost podniku se stabilně pohybuje v průměru okolo 55 %. To odpovídá vyšší hranici oborového průměru, stejně tak je poměrně stabilní stav zadluženosti vlastního kapitálu až na rok 2011. Největší prostor pro zlepšení má firma v oblasti úrokového krytí a zatížení, který vykazuje rapidní změny hodnot v roce 2012 a 2011 vlivem nízkého účetního zisku.

Tabulka 3.12: Ukazatele zadluženosti

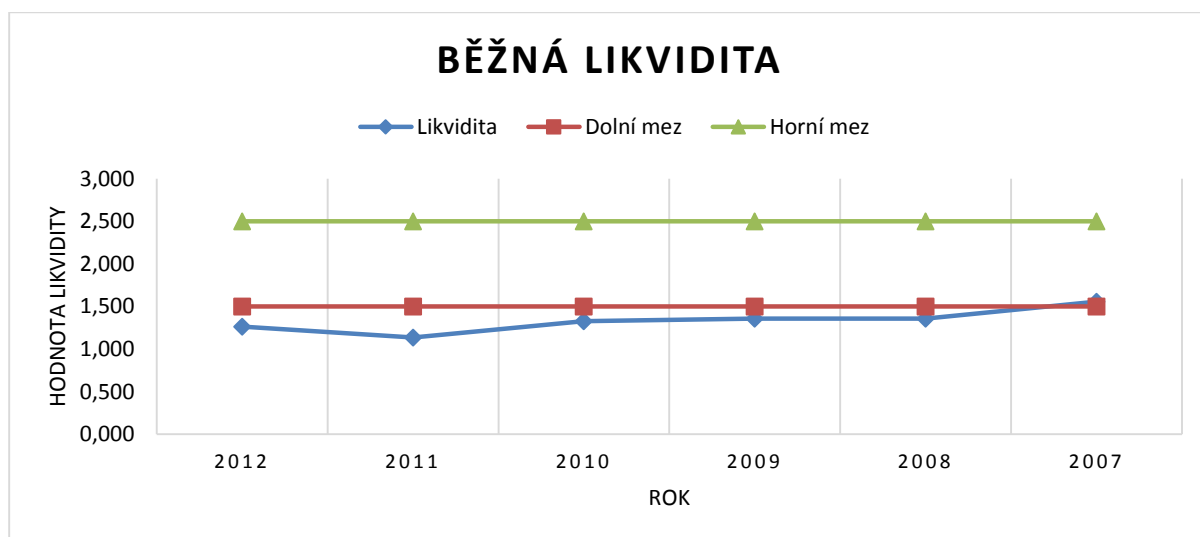
Název ukazatele	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Zadluženost	55,59%	61,63%	52,77%	55,06%	54,93%	50,99%
Zadluženost VK	1,25	1,61	1,12	1,06	1,23	1,04
Úrokové krytí I.	16,25	27,08	33,47	28,61	12,52	8,26
Úrokové zatížení	6,15%	3,69%	2,99%	3,50%	7,99%	12,11%

Zdroj: vlastní zpracování

3.4.5 Ukazatele likvidity

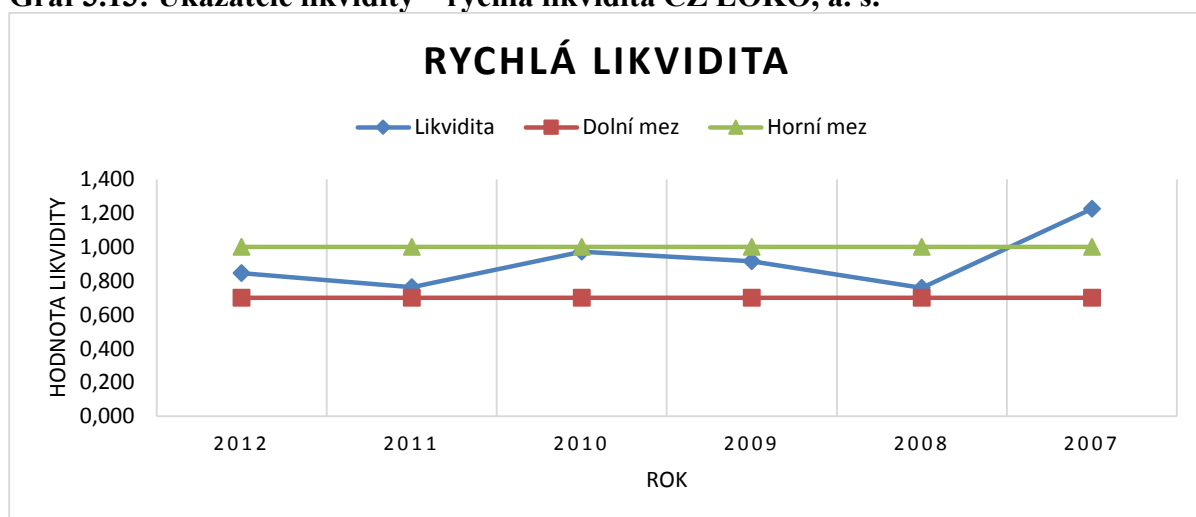
Podnik vykazuje (i s ohledem na konkurenční srovnání) značné problémy s běžnou a peněžní likviditou, které se navíc v případě peněžní likvidity nadále prohlubují. To je způsobeno nedostatečnou zásobou hotovosti, která pravděpodobně vzniká jako důsledek nižší rychlosti splatnosti pohledávek, než je splatnost krátkodobých závazků a jako důsledek vyšší investiční činnosti podniku.

Graf 3.12: Ukazatele likvidity – běžná likvidita CZ LOKO, a. s.



Zdroj: vlastní zpracování

Graf 3.13: Ukazatele likvidity – rychlá likvidita CZ LOKO, a. s.



Zdroj: vlastní zpracování

Graf 3.14: Ukazatele likvidity – peněžní likvidita CZ LOKO, a. s.



Zdroj: vlastní zpracování

3.4.6 Bankrotní a bonitní modely

Dle Indexu Bonity se podnik v letech 2012, 2011, 2009 a 2008 nacházel v pásmu charakterizující dobrou ekonomickou situací. V roce 2010 pak byla signalizována velmi dobrá ekonomická situace, naopak v roce 2007 zjištěná hodnota signalizovala problematickou ekonomickou situací, což odpovídá také výsledkům Taflerova indexu, který hodnotí podnik ve všech sledovaných letech podnik jako bonitní (včetně roku 2007 kdy se podnik přiblížil dolní hranici bonitního pásma).

Altmanovo Z' skóre pak shodně ve všech analyzovaných letech signalizuje, že se podnik nachází v šedé zóně s hraniční hodnotou 2,9, která signalizuje podnik bonitní. Dle Indexu IN99 pak ke zjištění Altmanova Z' skóre doplnit, že z hlediska hodnoty hodnotí podnik jako spíše netvořící hodnotu v letech 2012, 2011, 2008 a 2007, v letech 2010 a 2009 pak podnik spadal do šedé zóny.

Závěrečným hodnocením pak autor práce usuzuje, že podle zjištěných údajů se lze domnívat, že se podnik nachází na dolní hranici mezi podniky bonitními a podniky, nacházejícími se v horní hranici šedé zóny.

Tabulka 3.13: Přehled bankrotních a bonitních modelů

Název modelu	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Index Bonity	1,436	1,639	2,051	1,525	1,305	0,647
Altmanovo Z' skóre ¹⁴	2,11	1,936	2,33	2,402	2,038	1,616
Index IN99 ¹⁵	0,989	0,998	1,222	1,142	0,933	0,55
Tafflerův index ¹⁶	0,533	0,519	0,62	0,6	0,534	0,412

Zdroj: vlastní zpracování

3.5 Návrh dlouhodobého finančního plánu

Návrh dlouhodobého finančního plánu je základním kamenem tržního ocenění podniku, a aby bylo možné sestavit návrh dlouhodobého finančního plánu co nejpřesněji, je nutné mít co nejpřesnější data o odvětví, ve kterém podnik působí. Ta je však velmi obtížné získat zejména díky tomu, že dle vyjádření paní Marie Vopálenské, výkonné ředitelky Asociace podniků českého železničního průmyslu není k dispozici žádná jiná statistika věnující se českému železničnímu průmyslu, než ta, prezentovaná v Grafu 3.3 a klasifikace ekonomických činností CZ NACE je pro potřeby ocenění příliš obecná. Problémem je i samotné definování trhu, na kterém se CZ LOKO, a. s. působí. Z tohoto důvodu bylo adekvátní odvětví průmyslu pro potřeby této diplomové práce zjednodušeno a definováno jako odvětví oprav, modernizace, rekonstrukce, výroby a vývoje hnacích a speciálních železničních vozidel reprezentovaný

¹⁴ Altmanovo Z' skóre pro společnosti neobchodované na finančních trzích

¹⁵ Vlastnická varianta

¹⁶ Modifikovaná varianta

společnostmi CZ LOKO, a. s., Škoda Vagonka, a. s., Škoda Transportation¹⁷, PARS NOVA, a. s. a DPOV, a. s. z jejichž prezentovaných a auditem ověřených dat byla sestavena odvětvová statistika autorem této práce.

Následující text se bude zabývat predikcí tržeb, výkazu zisku a ztráty a rozvahy podniku na 4 roky dopředu ve 3 scénářích.

3.5.1 Regresní analýza tržeb

Pro stanovení velikosti tržeb bylo použito jedno-faktorového regresního modelu. Jako parametr tohoto modelu byla zvolena Inflace v České republice, jelikož vykazuje nejvyšší hodnotu vícenásobné determinace ze všech autorem zkoušených ukazatelů. Ta poskytuje informaci o tom na kolik procent je hodnota závislé proměnné vysvětlována nezávislou proměnnou.

Uvedený regresní model je tedy možné následně interpretovat jako:

Vzorec (3.1)

$$\hat{y}_t = \alpha_0 + \alpha_1 * Inflace_t$$

Kde \hat{y}_t je odhad vysvětlované závislé proměnné, α_0 odhad úrovně konstanty, α_1 odhad regresního koeficientu. Proměnnou t je časové období.

Regresní model byl sestaven na základě vstupních dat uvedených v tabulce 3.14. Na tomto místě je vhodné upozornit, že jednou z nejdůležitějších informací regresního modelu je koeficient vícenásobné determinace, který vychází 93,46 %. Model je tedy závislý na inflaci z 93,46 % a také velikost významnosti hodnoty F , která musí být pod 5 %, jinak by nebyl regresní model statisticky významný. V uvedeném modelu hodnota F dosáhla velikost pouze 0,16 % a model je tedy statisticky významný. Více informací poskytují tabulky umístěné níže.

Tabulka 3.14: Vstupní data pro regresní analýzu

Rok	Tržby v odvětví	Inflace v České republice
2007	6.566.501	105,4
2008	8.242.332	112,1
2009	10.489.698	113,3
2010	11.209.998	115,0
2011	12.766.193	117,2
2012	13.875.159	121,0

Zdroj: Vlastní zpracování

¹⁷ Závod Plzeň

Tabulka 3.15: Regresní analýza

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,9668
Hodnota spolehlivosti R	0,9346
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,9183
Chyba stř. hodnoty	783769,2
Pozorování	6

ANOVA					
	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	3,51401E+13	3,5E+13	57,2040	0,0016
Rezidua	4	2,45718E+12	6,1E+11		
Celkem	5	3,75973E+13			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>	<i>Dolní 95,0%</i>
Hranice	-46938934	7604431,315	-6,1726	0,0035	-68052219,7	-25825647,5	-68052220
Soubor X 1	504069,42	66646,4612	7,5633	0,0016	319029,1777	689109,6596	319029,178

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro úplnost informací je níže uvedena tabulka s informacemi o růstu trhu, velikosti tržního podílu CZ LOKO a tempu růstu tržeb CZ LOKO. Tyto informace jsou klíčové pro následující část věnovanou predikci tržeb CZ LOKO.

Tabulka 3.16: Informace o trhu, růstu trhu a tržního podílu CZ LOKO, a. s.

Rok	INFLACE	Relevantní trh	Tempo růstu	Velikost trhu dle rovnice ¹⁸	Tempo růstu	Tržní podíl CZ LOKO	Tempo růstu tržeb CZ LOKO	Tržby CZ LOKO
2007	105,40	6 566 501	-	6 189 983,17	-	12,25%	-	804 572,00
2008	112,10	8 242 332	25,52%	9 567 248,27	54,56%	16,59%	69,96%	1 367 436,00
2009	113,30	10 489 698	27,27%	10 172 131,57	6,32%	16,31%	25,12%	1 711 004,00
2010	115,00	11 209 998	6,87%	11 029 049,59	8,42%	15,57%	2,04%	1 745 855,00
2011	117,20	12 766 193	13,88%	12 138 002,31	10,05%	16,45%	20,29%	2 100 017,00
2012	121,00	13 875 159	8,69%	14 053 466,10	15,78%	15,60%	3,10%	2 165 118,00

Zdroj: Vlastní zpracování

3.5.2 Plán tržeb – predikce

Pro porozumění níže uvedeným údajům je na tomto místě nutné uvést, že predikce všech hodnot bude prováděna ve 3 scénářích. Scénáře budou sestaveny podle predikce inflace

¹⁸ Výsledek zjištění aplikováním výše uvedené regresní analýzy

Ministerstvem financí ČR, predikce Komerční banky, a. s. a podle predikce České spořitelny, a. s.

Tabulka 3.17: Scénář 1 - Ministerstvo financí České republiky

Rok	INFLACE	Velikost trhu dle rovnice	Tempo růstu	Tržní podíl CZ LOKO	Tempo růstu tržeb CZ LOKO	Tržby CZ LOKO
2013	123,60	15 364 046,59	9,33%	15,62%	9,40%	2 368 639,09
2014	125,90	16 523 406,25	7,55%	15,63%	7,60%	2 548 655,66
2015	128,40	17 783 579,80	7,63%	15,64%	7,70%	2 744 902,15
2016	129,90	18 539 683,92	4,25%	15,65%	4,30%	2 862 932,94

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 3.18: Scénář 2 – Česká spořitelna, a. s.

Rok	INFLACE	Velikost trhu dle rovnice	Tempo růstu	Tržní podíl CZ LOKO	Tempo růstu tržeb CZ LOKO	Tržby CZ LOKO
2013	122,94	15 029 344,49	6,94%	15,62%	7,00%	2 316 676,26
2014	124,90	16 020 836,94	6,60%	15,63%	6,70%	2 471 893,57
2015	127,53	17 342 992,12	8,25%	15,64%	8,30%	2 677 060,74
2016	130,08	18 628 630,63	7,41%	15,65%	7,50%	2 877 840,29

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 3.19: Scénář 3 – Komerční banka, a. s.

Rok	INFLACE	Velikost trhu dle rovnice	Tempo růstu	Tržní podíl CZ LOKO	Tempo růstu tržeb CZ LOKO	Tržby CZ LOKO
2013	122,69	14 907 359,69	6,08%	15,62%	6,20%	2 299 355,32
2014	122,82	14 969 205,99	0,41%	15,63%	0,50%	2 310 852,09
2015	124,41	15 774 011,80	5,38%	15,64%	5,50%	2 437 948,96
2016	126,28	16 714 705,98	5,96%	15,65%	6,00%	2 584 225,90

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 3.20: Souhrnná predikce tržeb CZ LOKO, a. s. v různých scénářích

Rok	INFLACE - predikce KB	INFLACE - predikce MFCR	INFLACE - predikce ČS ¹⁹	Tržby CZ LOKO Predikce KB	Tržby CZ LOKO - Predikce MFCR	Tržby CZ LOKO - Predikce ČS ²⁰
2013	122,69	123,60	122,94	2 299 355,32	2 368 639,09	2 316 676,26
2014	122,82	125,90	124,90	2 310 852,09	2 548 655,66	2 471 893,57
2015	124,41	128,40	127,40	2 437 948,96	2 744 902,15	2 667 173,16
2016	126,28	129,90	129,31	2 584 225,90	2 862 932,94	2 819 202,03

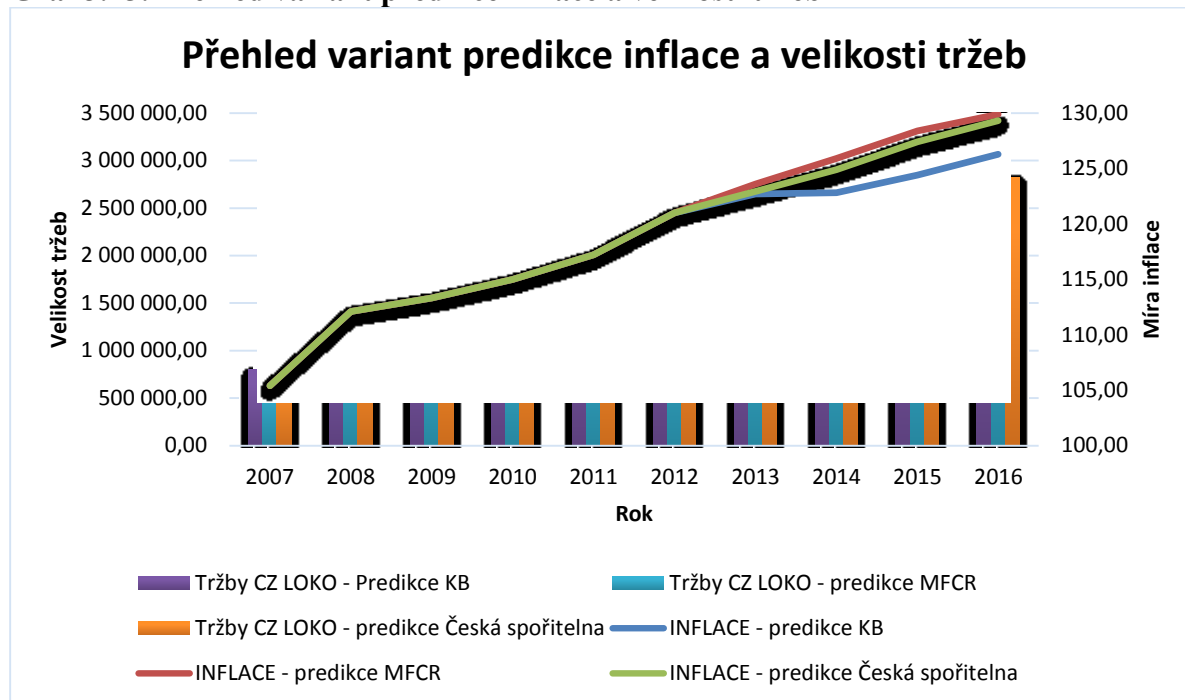
Zdroj: Vlastní zpracování

¹⁹ Česká spořitelna

²⁰ Česká spořitelna

Níže umístěný graf znázorňuje celkový náhled na popisovanou predikci jak z historického pohledu, tak z pohledu budoucích scénářů predikce. Také poskytuje grafickou informaci o závislosti tržeb na inflaci České republiky.

Graf 3.15: Přehled variant predikce inflace a velikosti tržeb



Zdroj: Vlastní zpracování

3.5.3 Návrh dlouhodobého finančního plánu – Výkaz zisku a ztráty

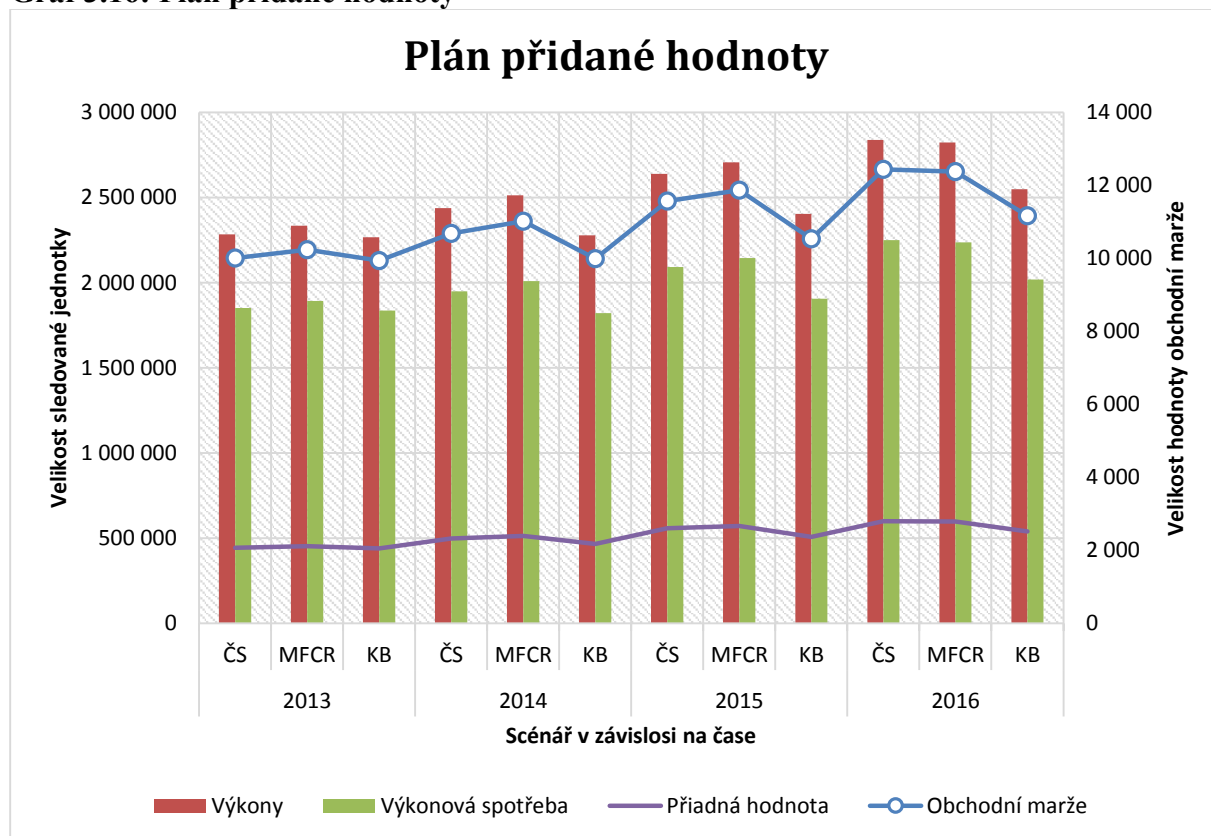
V této části práce budou popsány jednotlivé dílčí plány výkazu zisku a ztráty, bude aplikována metoda „percentage to sales“ a bližší informace budou prezentovány v přehledných grafech. Celkový plán je součástí práce jako Příloha 3.

Plán přidané hodnoty

Plán přidané hodnoty byl sestaven na základě zjištěného podílu jednotlivých položek na tržbách za rok 2012 aplikovaného na velikost predikovaných tržeb podle jednotlivých scénářů. Přidanou hodnotu potom tvoří součet obchodní marže a výkonů očištěná o rozdíl přidané hodnoty.

Výsledná přidaná hodnota je predikována s mírně vzestupnou tendencí, neustále se však pohybující okolo 500 milionů Kč. V modelu je pozoruhodné, jak se na základě metody percentage to sales vyvíjí velikost obchodní marže. V relativním vyjádření hodnoty by docházelo v závislosti na jednotlivých scénářích ke značným rozdílům. Vzhledem k tomu, že však podnik vykazuje minimální tržby za prodej zboží je její silně vliv minimalizován.

Graf 3.16: Plán přidané hodnoty



Zdroj: Vlastní zpracování

Plán provozních výsledků

Plán provozních výsledků byl stanoven podobně jako v plánu přidané hodnoty jak o podíl hodnot roku 2012 jednotlivých položek výkazu zisku a ztrát na tržbách daného roku a tento podíl byl zachován v letech následujících. Celkový provozní výsledek byl však upraven tak, aby vycházel v souladu s velikostí kapitalizovaných výnosů hospodaření, jejichž velikost je stanovena v tabulce níže:

Tabulka 3.21: Velikost kapitalizovaných provozních výsledků hospodaření

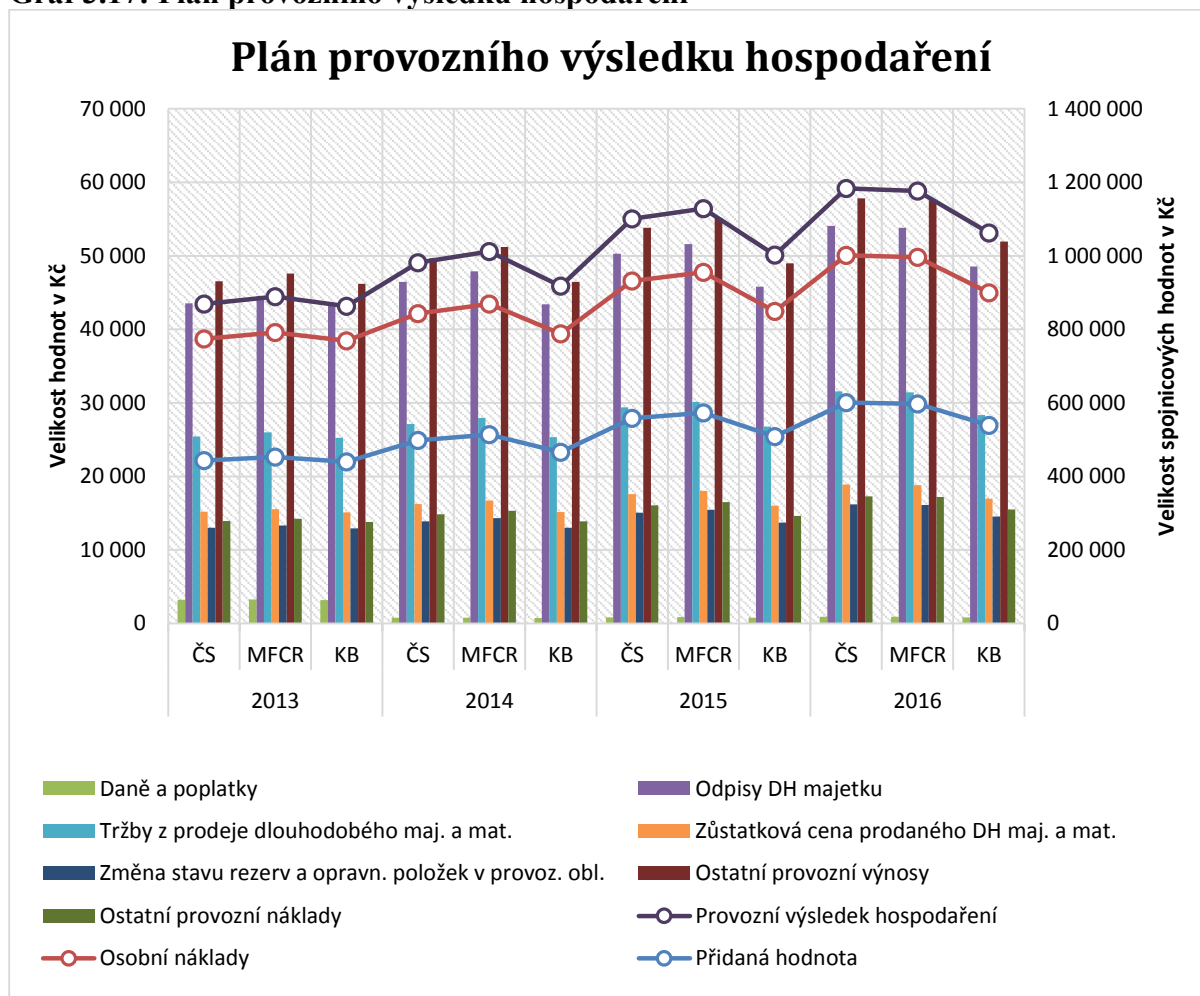
	Rok	KPVH	Tržby	Zisková marže	Průměr
Historické údaje	2007	3 538	804 572,00	0,44%	4,49%
	2008	73 495	1 367 436,00	5,37%	
	2009	87 794	1 711 004,00	5,13%	
	2010	135 570	1 745 855,00	7,77%	
	2011	141 749	2 100 017,00	6,75%	
	2012	32 094	2 165 118,00	1,48%	
MFČR	2013	71 059	2 368 639,09	3,00%	4,48%
	2014	114 690	2 548 655,66	4,50%	
	2015	142 735	2 744 902,15	5,20%	
	2016	148 873	2 862 932,94	5,20%	

Komerční banka	2013	68 981	2 299 355,32	3,00%	4,48%
	2014	103 988	2 310 852,09	4,50%	
	2015	126 773	2 437 948,96	5,20%	
	2016	134 380	2 584 225,90	5,20%	
Česká spořitelna	2013	69 500	2 316 676,26	3,00%	4,48%
	2014	111 235	2 471 893,57	4,50%	
	2015	139 207	2 677 060,74	5,20%	
	2016	149 648	2 877 840,29	5,20%	

Zdroj: Vlastní zpracování

Provozní výsledek hospodaření je potom definován jako rozdíl přidané hodnoty, osobních nákladů, daní a poplatků, zůstatkové ceny dlouhodobého majetku, změny stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období a ostatních nákladů navýšených o ostatní provozní výnosy a tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu.

Graf 3.17: Plán provozního výsledku hospodaření

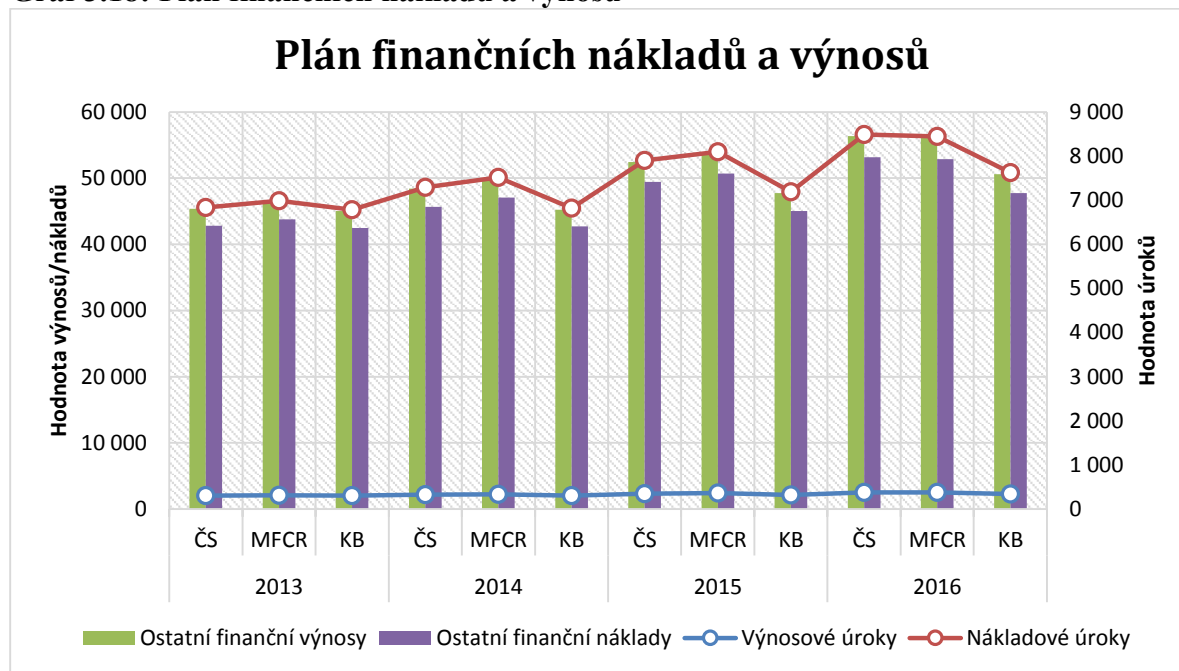


Zdroj: Vlastní zpracování

Plán finančních nákladů a výnosů

Na základě obecně aplikované metody percentage to sales byly naprojektovány finanční náklady a výnosy a to v případě nákladových úroků s mírně rostoucí tendencí a stabilním vývojem výnosových úroků. Ostatní finanční výnosy a ostatní finanční náklady se potom vyvíjí zcela v závislosti na velikosti predikovaných tržeb.

Graf 3.18: Plán finančních nákladů a výnosů



Zdroj: Vlastní zpracování

Plán výsledků hospodaření

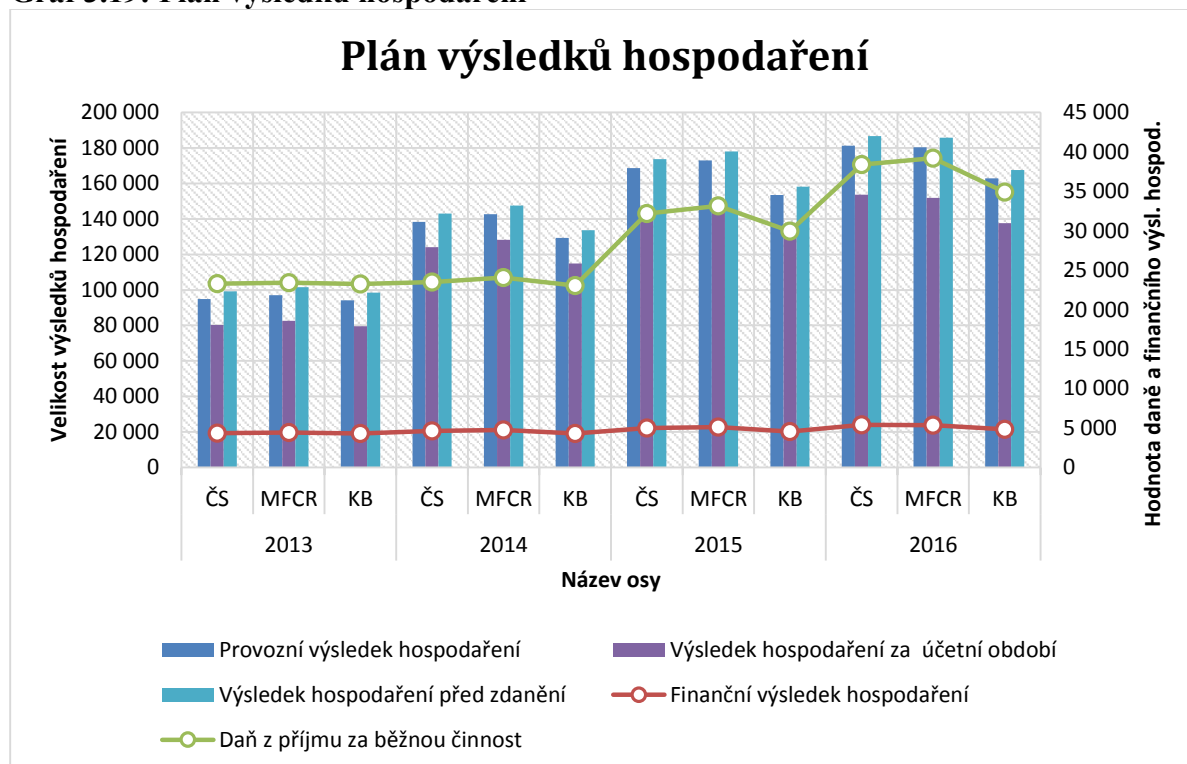
Plán výsledků hospodaření byl sestaven na základě identifikovaných a dříve popsanych ukazatelů. U výsledku hospodaření za účetní období se tak objevuje mírně vzrůstající trend, který je závislý na jednotlivých scénářích. Mimořádný výsledek hospodaření je nulový, a proto není přidán do grafu umístěného níže.

Daň ze zisku právnických osob je očekávána jako stabilní a ve výši 19 % ze zisku před zdaněním.

Finanční výsledek hospodaření je definován jako součet výnosů z dlouhodobého finančního majetku, výnosových úroků a ostatních finančních výnosů snížený o nákladové úroky a ostatní finanční náklady.

Výsledek hospodaření před zdaněním je dán součtem provozního výsledku hospodaření, finančního výsledku hospodaření a mimořádných výnosů snížených o mimořádné náklady. Výsledek hospodaření po zdanění je pak dán rozdílem mezi výsledkem hospodaření před zdaněním a vypočítané dani.

Graf 3.19: Plán výsledků hospodaření



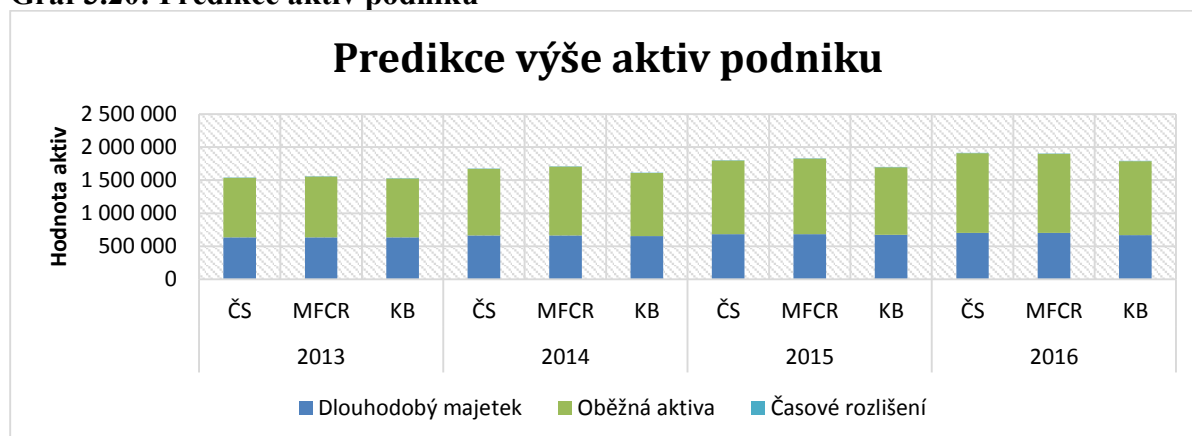
Zdroj: Vlastní zpracování

3.5.4 Návrh dlouhodobého finančního plánu – Rozvaha

Plán rozvahy bude rozdělen na 2 dílčí plány a to plán aktiv a pasiv. Tomu budou věnovány následující stránky diplomové práce.

Plán aktiv

Graf 3.20: Predikce aktiv podniku



Zdroj: Vlastní zpracování

Plán aktiv podniku je dán součtem dlouhodobých aktiv, oběžných aktiv a časového rozlišení. Podobně jako u výkazu zisku a ztráty byla použita metoda percentage to sales s přihlédnutím k tomu, že byla za účelem balance rozvahy přebytná či eventuálně nadbytečná

část převedena do peněžních prostředků, umístěných v oběžných aktivech podniku. Dle všech scénářů potom hodnota aktiv vykazuje vzrůstající trend.

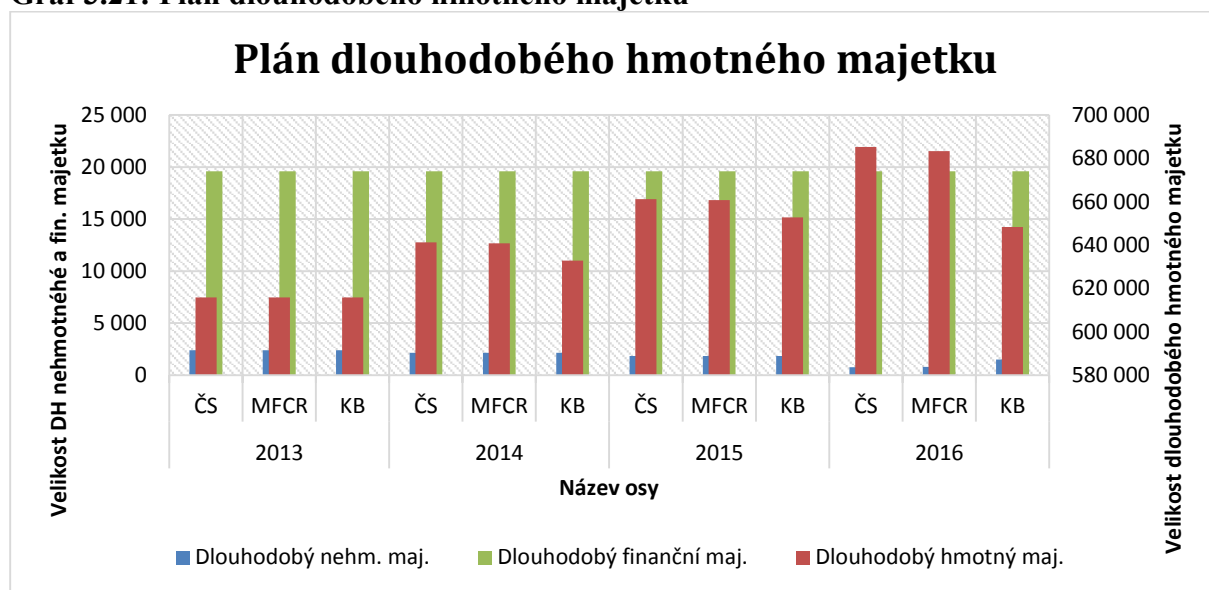
Plán dlouhodobého majetku

Dlouhodobý majetek je členěn na dlouhodobý hmotný, nehmotný a finanční majetek, z nichž první jmenovaný zaznamenává dle aplikované metody mírně vzrůstající trend. Podnik navíc v posledních letech investoval do nové haly pro zkoušení a opravu trakčních elektromotorů, která se nejspíše bude i dále rozšiřovat. Z tohoto důvodu je navržený nárůst hmotného majetku navrhnout až o 100 milionů korun. Dále se potom skládá převážně ze staveb, pozemků a samostatných movitých věcí.

Dlouhodobý nehmotný majetek je potom charakterizován zejména softwarem, ostatním nehmotným majetkem a nedokončeným nehmotným majetkem, který však svou velikostí není příliš významný a vlivem odpisů se bude jeho velikost spíše snižovat.

Dlouhodobý finanční majetek se sestává z podílů v ovládaných a řízených osobách, podílech v účetních jednotkách pod podstatným vlivem a z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů. Od roku 2010 však tyto položky vykazují poměrně stabilní hodnotu, a proto ani do budoucna není počítáno s výraznými změnami těchto položek.

Graf 3.21: Plán dlouhodobého hmotného majetku



Zdroj: Vlastní zpracování

Plán oběžných aktiv

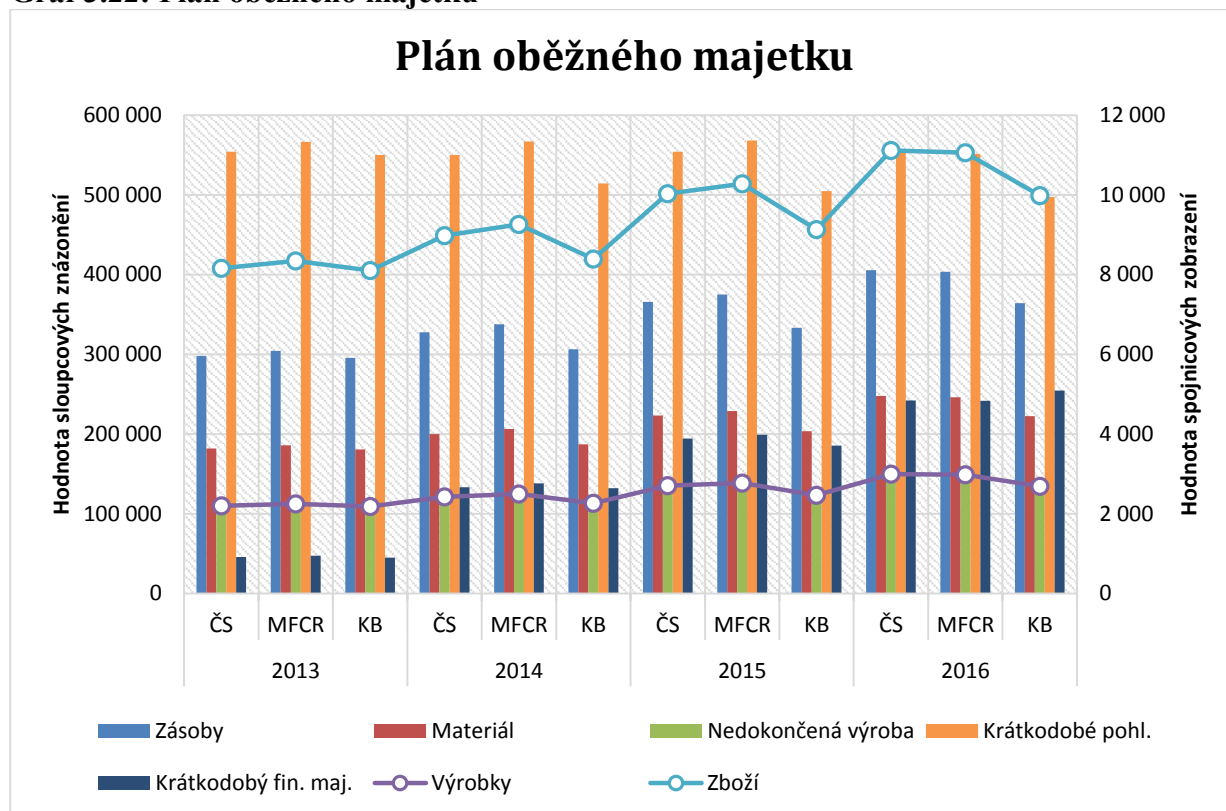
Plán oběžných aktiv se skládá z materiálu, nedokončené výroby a polotovarů, výrobků, zboží, pohledávek z obchodních vztahů, daňových pohledávek, krátkodobých poskytnutých záloh, dohadných účtů aktivních, jiných pohledávek, hotovosti, účty v bankách a časového

rozlišení. Nejvyšší podíl na výčtu však mají pohledávky z obchodních vztahů, materiálu a nedokončené výroby (je zde alokováno až 90% oběžných aktiv).

Všechny uvedené položky byly projektovány aplikováním metody percentage to sales bez dalších korekcí mimo položku peníze. Proto se velikost položek vyvíjí vždy s téměř 100 % závislostí na predikci tržeb. Do položky peníze pak byly alokovány přebytečné finanční zdroje, které je nutné umístit do rozvahy tak, aby se aktiva rovnala pasivům. Ty je možné obecně umístit buď do vlastního kapitálu na straně pasiv, nebo do peněžních prostředků na straně aktiv, z nichž v pořadí druhé uvedené je preferováno současnou anglosaskou praxí a bylo použito i pro potřeby této práce.

Plán časového rozlišení není v práci dále rozebírán, jeho velikost zůstává totožná s velikostí v roce 2012.

Graf 3.22: Plán oběžného majetku

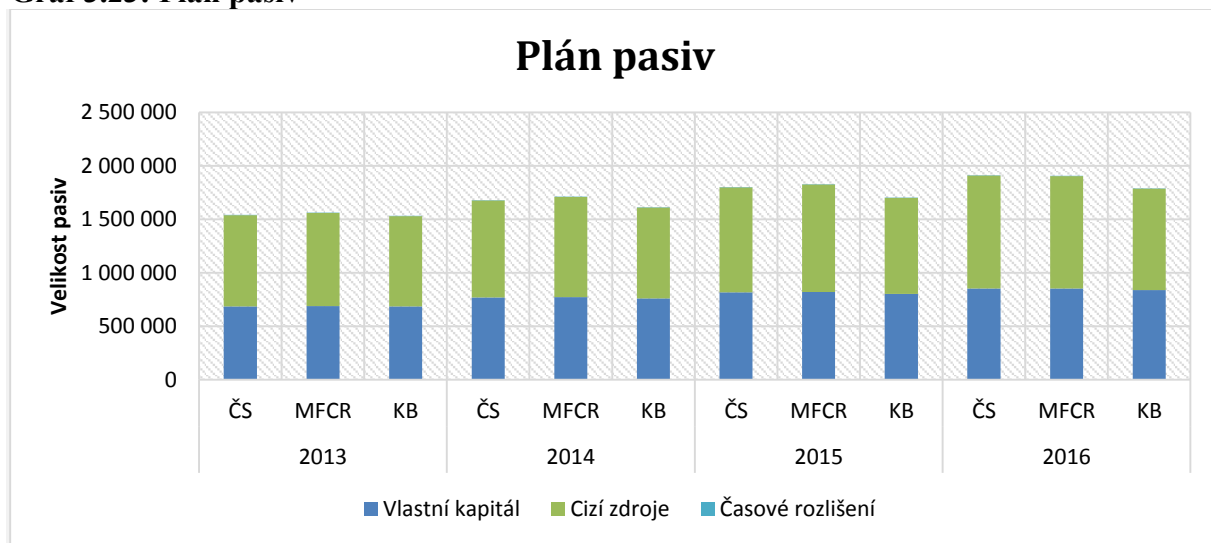


Zdroj: Vlastní zpracování

Plán pasiv

Plán pasiv se skládá z plánu vlastního kapitálu, cizích zdrojů a časového rozlišení. Poslednímu jmenovanému však není v práci věnována samostatná tabulka, jelikož se jedná o jedinou položku, predikovanou ve stálé hodnotě roku 2012 podobně jako u časového rozlišení aktiv.

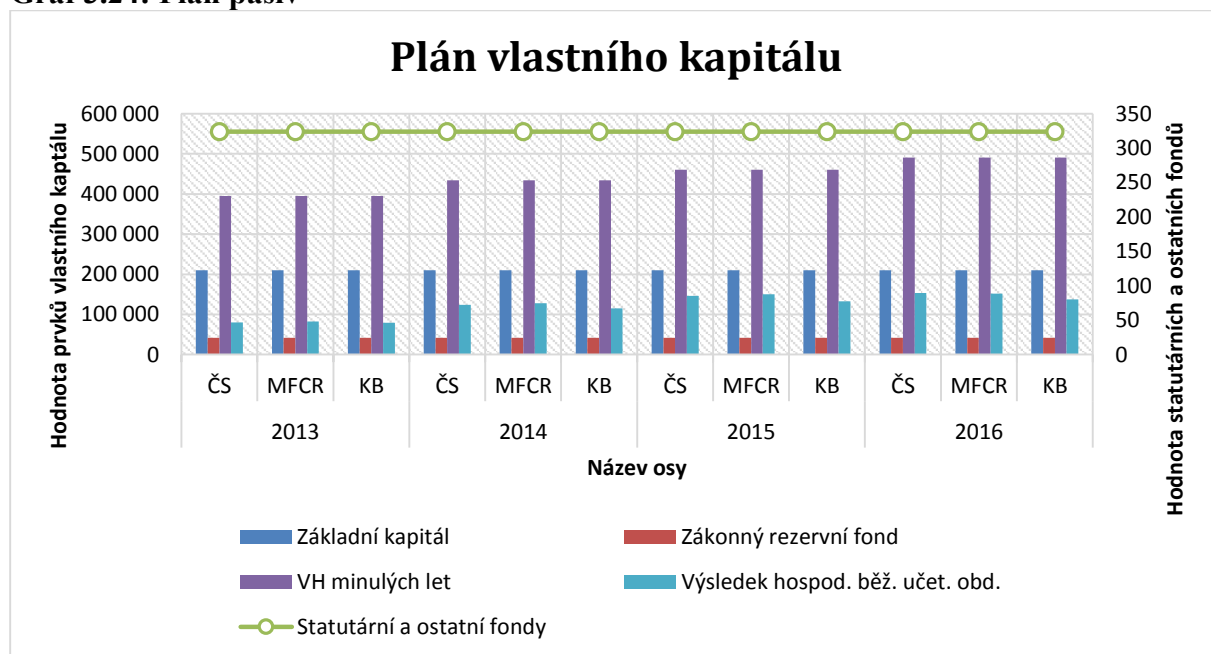
Graf 3.23: Plán pasiv



Zdroj: Vlastní zpracování

Plán vlastního kapitálu

Graf 3.24: Plán pasiv



Zdroj: Vlastní zpracování

Plán vlastního kapitálu se skládá z plánu základního kapitálu, zákonného rezervního fondu, výsledku hospodaření minulých let, výsledku hospodaření běžného účetního období a statutárních orgánů a fondů.

Plán vlastního kapitálu je stanoven na základě historického faktu, že velikost základního kapitálu se od roku 2008 nijak nezměnila. Je tedy plánováno, že se nijak nezmění ani do budoucna. Podobně je plánována velikost zákonného rezervního fondu, který se historicky pohybuje kolem částky 42 milionů korun.

Statutární fondy, ač byly v roce 2012 rozpuštěny, nejsou svou velikostí podstatnou položkou. Vzhledem k tomu, že je ale jejich tvorba do budoucna možná, je v plánu počítáno s jejich existencí ve stálé hodnotě z roku 2011. Ať již však tvořeny do budoucna budou, či nebudou, jejich hodnota je zanedbatelná.

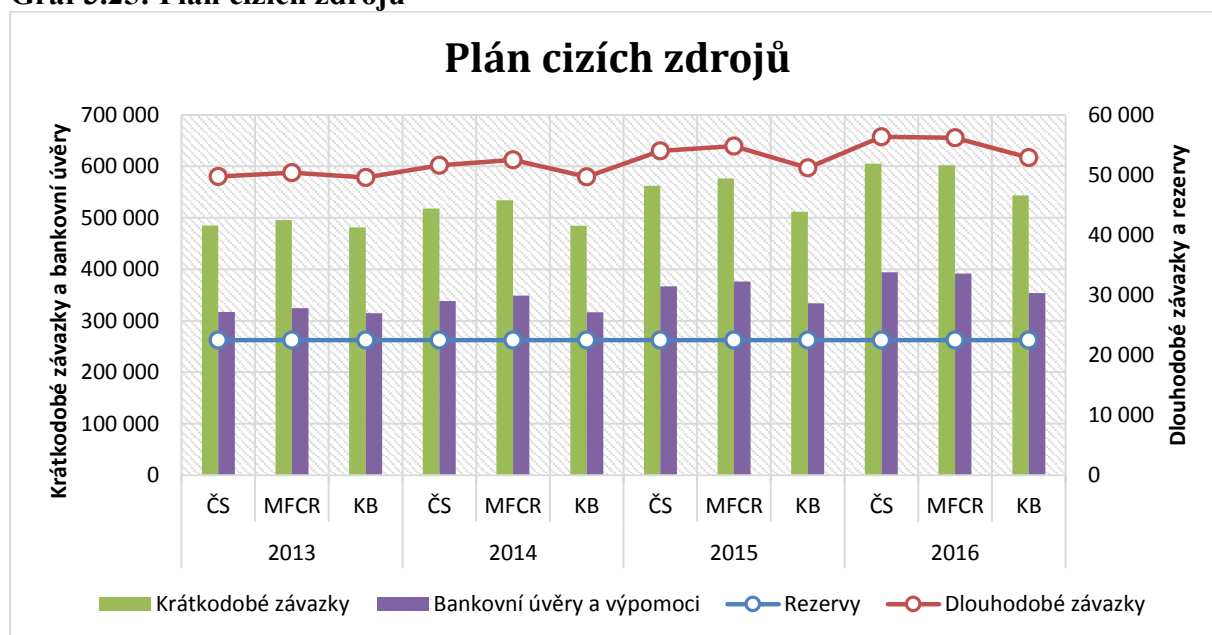
Výsledky hospodaření byly následně převzaty z finančního plánu výkazu zisku a ztráty. Pro lepší orientaci v uvedených údajích slouží výše umístěný graf plánu vlastního kapitálu.

Plán cizích zdrojů

Plán cizích zdrojů je koncipován s růstovým trendem a z položek: krátkodobé závazky, bankovní úvěry a výpomoci, rezervy a dlouhodobé závazky. Krátkodobé závazky, dlouhodobé závazky i bankovní úvěry mají přímou vazbu na tržby dle daných scénářů. Položka rezerv potom byla ponechána bez vazby na tržby v absolutní hodnotě roku 2012 a 2011.

Více informací poskytuje níže uvedený graf plánu cizích zdrojů.

Graf 3.25: Plán cizích zdrojů



Zdroj: Vlastní zpracování

3.5.5 Zhodnocení finančního plánu

Finanční plán, sestavený na základě 3 na sobě nezávislých scénářů a predikce tržeb v závislosti na predikované inflaci těchto scénářů byl zhodnocen za pomoci aplikace poměrových ukazatelů na plánované hodnoty rozvahy a výkazu zisku a ztráty.

Finanční plán dle názoru autora zobrazuje věrně realitu a budoucnost v podniku na základě aplikovaných vědeckých metod a poznatků. Bližší informace o výsledcích aplikovaných poměrových ukazatelů poskytuje následující tabulka:

Tabulka 3.22: Analýza poměrových ukazatelů – scénář České spořitelny

Název ukazatele	Způsob výpočtu	Česká spořitelna				
		2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita celkových aktiv	EBIT/Aktiva	7,3%	5,6%	7,8%	8,6%	8,5%
Rentabilita VK (ROE)	ČZ/VK	14,3%	11,7%	16,2%	17,9%	18,0%
Rentabilita tržeb	EBIT/T	4,9%	3,5%	5,0%	5,5%	5,3%
Doba obratu zásob	Zásoby / (T/360)	44,88	46,3	47,7	49,2	50,7
Doba inkasa pohledávek	Pohl. / (T/360)	92,6	86,1	80,1	74,5	69,3
Doba splatnosti kr. záv.	Kr. záv. / (T/360)	75,3	75,4	75,5	75,6	75,7
Zadluženost	Cizí zdroje / Aktiva	55,6%	55,4%	54,2%	54,6%	55,3%
Úrokové krytí I.	EBIT / úroky	16,3	13,3	18,8	20,4	19,9
Běžná likvidita	OAKT / KD	1,263	1,119	1,180	1,200	1,202
Rychlá likvidita	(KrP + FM) / KD	0,845	0,747	0,798	0,806	0,796
Penežní likvidita	FM / KD	0,001	0,057	0,156	0,209	0,242

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 3.23 Analýza poměrových ukazatelů – scénář Ministerstva financí ČR

Název ukazatele	Způsob výpočtu	MFČR				
		2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita celkových aktiv	EBIT/Aktiva	7,3%	5,7%	7,9%	8,6%	8,4%
Rentabilita VK (ROE)	ČZ/VK	14,3%	12,0%	16,6%	18,3%	17,8%
Rentabilita tržeb	EBIT/T	4,9%	3,5%	5,0%	5,5%	5,3%
Doba obratu zásob	Zásoby / (T/360)	44,88	46,3	47,7	49,2	50,7
Doba inkasa pohledávek	Pohl. / (T/360)	92,6	86,1	80,1	74,5	69,3
Doba splatnosti kr. záv.	Kr. záv. / (T/360)	75,3	75,4	75,5	75,6	75,7
Zadluženost	Cizí zdroje / Aktiva	55,6%	55,8%	54,8%	55,1%	55,2%
Úrokové krytí I.	EBIT / úroky	16,3	13,4	18,8	20,4	19,8
Běžná likvidita	OAKT / KD	1,263	1,119	1,181	1,200	1,203
Rychlá likvidita	(KrP + FM) / KD	0,845	0,748	0,798	0,806	0,797
Penežní likvidita	FM / KD	0,001	0,057	0,156	0,209	0,243

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 3.24: Analýza poměrových ukazatelů – scénář Komerční banky

Název ukazatele	Způsob výpočtu	Komerční banka				
		2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita celkových aktiv	EBIT/Aktiva	7,3%	5,6%	7,5%	8,2%	8,1%
Rentabilita VK (ROE)	ČZ/VK	14,3%	11,6%	15,1%	16,5%	16,4%
Rentabilita tržeb	EBIT/T	4,9%	3,5%	5,0%	5,4%	5,3%
Doba obratu zásob	Zásoby / (T/360)	44,88	46,3	47,7	49,2	50,7
Doba inkasa pohledávek	Pohl. / (T/360)	92,6	86,1	80,1	74,5	69,3
Doba splatnosti kr. záv.	Kr. záv. / (T/360)	75,3	75,4	75,5	75,6	75,7
Zadluženost	Cizí zdroje / Aktiva	55,6%	55,2%	52,8%	52,7%	53,1%
Úrokové krytí I.	EBIT / úroky	16,3	13,3	18,6	20,3	19,9
Běžná likvidita	OAKT / KD	1,263	1,118	1,189	1,210	1,244
Rychlá likvidita	(KrP + FM) / KD	0,845	0,747	0,807	0,816	0,838
Penežní likvidita	FM / KD	0,001	0,056	0,165	0,219	0,284

Zdroj: Vlastní zpracování

3.6 Stanovení hodnoty podniku

Následující text bude věnován stanovení hodnoty podniku pomocí metody DCF – entity, EVA – entity, paušální metodou kapitalizace čistých výnosů a stanovení účetní hodnoty společnosti. Nejprve budou stanoveny náklady kapitálu podniku, které budou následně použity pro výpočet uvedených hodnot podniku. Následně budou vypočteny zmíněné dvoufázové modely, kdy délka první fáze bude trvat od roku 2013 do roku 2016, délka druhé fáze potom dále až do nekonečna. Hlavní interpretace výsledků pak bude alokována do části 4 – Interpretace a zhodnocení zjištěných výsledků.

3.6.1 Náklady kapitálu podniku

Pro stanovení nákladů kapitálu podniku je nutné určit hodnotu nákladů dluhu, podílu zpoplatněného a nezpoplatněného kapitálu na celkovém kapitálu společnosti, velikost daňového šítu a zejména pak velikost nákladů vlastního kapitálu podniku. Zjištění adekvátní velikosti nákladů kapitálu dále označovaného jako R_e je však poměrně složitým procesem, zvláště pak přihlédneme-li k faktu, že zjištění přesné hodnoty metodou CAPM není z důvodu neobchodovatelnosti společnosti na burze možné dle metod popisovaných v anglosaské vědecké literatuře. Model pak lze sestavit na základě úprav publikovaných Maříkem (2011) a za pomoci oborové hodnoty koeficientu beta, která však není publikována přímo pro obor výroby lokomotiv. Z tohoto důvodu bude použito aritmetického průměru mezi hodnotou R_e vycházející dle modelu CAPM, a hodnotou vycházející ze stavebnicového modelu tak, aby bylo možné vypočítat co nejvíce přesnou hodnotu R_e .

CAPM

Pro sestavení modelu CAPM bylo použito postupu, popsaného Maříkem (2011). Pro stanovení hodnoty nákladů vlastního kapitálu podniku pak bylo použito koeficientu beta pro obor Railroad v Evropě v roce 2012, který dosahuje velikost 0,4625. Pro většinu uvedených dat bylo použito množství veřejně publikovaných dat na stránkách Aswatha Damodarana, učitele korporátních financí na Stern School of Business – New York University, které byly mimo jiné použity též Maříkem a také dalších zdrojů, jako je například světová databáze Bloomberg či Český statistický úřad.

Výsledná hodnota nákladů vlastního kapitálu podle metody CAPM je následně 13,6 %. Popis výpočtu i další hodnoty zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 3.25: Model CAPM

r_f (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	2,79%²¹
Beta nezadlužená pro železniční průmysl Evropa	0,4625²²
Riziková prémie kap. trhu USA (geom. průměr 1928-2006)	4,20%²³
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	1,05%²⁴
Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková premie země	1,58%
Rozdíl v inflaci	1,80%²⁵
Riziková premie země opravená o rozdíl v inflaci	3,38%²⁶
Riziková přírážka za menší společnost - odhad	2,0%
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů - odhad	1,5%
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	125%
Daňová sazba	19%
Beta zadlužené	0,932
Náklady vlastního kapitálu	13,6%

Zdroj: Vlastní zpracování

Stavebnicový model

Pro určení velikosti nákladů na vlastní kapitál pomocí stavebnicového modelu, je nejprve nutné vypočítat dílčí, v teoretické části popsané přírážky modelu. Těm bude věnován níže uvedený text.

Bezriziková úroková míra

Bezriziková sazba byla stanovena z výnosu indexu desetiletého státního dluhopisu České republiky ve výši 3,015 %²⁷

Riziko podnikatelské

Poměr EBIT na stálá aktiva podniku je roven hodnotě 7,261 % při X_1 ve výši 1,421 %. Z toho vyplývá, že velikost podnikatelského rizika podniku, kdy je hodnota poměru EBIT na stálých aktivech větší než je velikost X_1 je roven hodnota 0,00 %.

Riziko finanční stability

²¹ Zdroj: <http://www.bloomberg.com/quote/USGG10YR:IND>

²² Zdroj: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

²³ Zdroj: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

²⁴ Zdroj: http://pages.stern.nyu.edu/~%20adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

²⁵ Zdroj: <http://www.usinflationcalculator.com/inflation/current-inflation-rates/>

²⁶ Zdroj: http://www.czso.cz/xl/redakce.nsf/i/130109_inflace

²⁷ Zdroj: http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/129451_Nove_oceneni_Komerčni_banky_duben_2013.pdf

Při velikosti oborové hodnoty celkové likvidity ve výši 1,49 a velikosti podnikové celkové likvidity ve výši 1,26 je po aplikaci patřičného vzorce pro výpočet rizikové přírážky finanční stability roven hodnotě 2,203 %

Riziková přírážka za velikost podniku

Velikost úplatných zdrojů, daná velikostí součtu vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a obligací stanovena ve výši 945.936 Kč. Velikost úplatných zdrojů je tedy menší než 3 mld. Kč a zároveň větší než 100 mil. Kč. Při této podmínce je po následné aplikaci patřičného vzorce riziková přírážka za velikost podniku stanovena ve výši 2,508 %.

Výsledná hodnota nákladů vlastního kapitálu dle stavebnicového modelu

Tabulka 3.26: Stavebnicový model

Riziková přírážka	Velikost rizikové přírážky
Bezriziková úroková míra	3,015 %
Riziko podnikatelské	0,00 %
Riziko finanční stability	2,203 %
Riziková přírážka za velikost podniku	2,508 %
Náklady vlastního kapitálu	11,251 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál byly stanoveny jako podíl nákladových úroků placených firmou v roce 2012 na celkovém součtu zpoplatněného cizího kapitálu. Jejich celková výše byla stanovena na 2,207 %.

Tabulka 3.27: Náklady na cizí kapitál

Sledovaná položka	Velikost hodnoty
Vlastní kapitál + nákladové rezervy	691 384
Bankovní úvěry dlouhodobé	94 288
Bankovní úvěry krátkodobé	202 262
Zpoplatněný kapitál celkem	987 934
Nákladové úroky	6 544
Poplatky celkem	6 544
Průměrné náklady na zpoplatněný kapitál	2,207%

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná WACC

Výsledná hodnota průměrných nákladů na kapitál byla stanovena jako aritmetický průměr zjištěných hodnot nákladů vlastního kapitálu a za použití výše uvedené hodnoty nákladů na cizí kapitál a při aplikaci vzorce (2.44). Výsledná hodnota WACC následně vychází ve velikosti 9,232 %.

Tabulka 3.28: Průměrné náklady kapitálu

Sledovaná položka	Velikost hodnoty
Náklady zpoplatněného kapitálu Rd	2,207 %
Podíl dluhu na celkovém zpoplatněném kapitálu	30,6 %
Podíl vlastního kapitálu na celkovém zpoplatněném kapitálu	69,983 %
Velikost daňového štítu	0,81 %
Velikost nákladů vlastního kapitálu CAPM	13,6 %
Velikost nákladů vlastního kapitálu stavebnicovou metodou	11,251 %
WACC	9,232 %

Zdroj: Vlastní zpracování

3.6.2 Hodnota DCF-entity

Na základě dříve uvedených informací bylo možné přistoupit k samotnému ocenění podniku dvoufázovou metodou DCF – entity. Ta byla stanovena dle 3 finančních plánů, které byly uvedeny výše.

Před stanovením výsledné hodnoty podniku dle každého z uvedených scénářů bylo nutné vyčíslit velikost volných peněžních toků FCFF a výslednou hodnotu diskontovat diskontním faktorem, k jehož stanovení bylo použito výše uvedené hodnoty WACC. Proces stanovení výsledné diskontované hodnoty FCFF pak ilustruje tabulka 3.30, která byla sestavena pro scénář MFČR. Pro ostatní scénáře bylo použito totožné schéma výpočtu, avšak v práci jsou uvedeny pouze výsledné hodnoty. Ty je možné najít v tabulce 3.29 umístěné níže.

Následně bylo přistoupeno k výpočtu hodnoty podniku v první a druhé fázi, stanovena brutto hodnota podniku a byl odečten úročený cizí kapitál přítomný v podniku k datu ocenění.

Výslednou hodnotou podniku pro scénář dle MFČR je tak hodnota podniku ve výši 1.609.834.000 Kč. V případě vývoje inflace a plnění finančního plánu dle scénáře České spořitelny je výsledná hodnota společnosti stanovena na částku ve výši 1.677.763.000 Kč a v případě podstatně pesimističtějšího plánu Komerční banky by byla hodnota podniku stanovena na 933.887.000 Kč.

Výsledný interval hodnoty podniku bude stanoven v další části práce z důvodu nutnosti komparace výsledků zjištěných dalšími metodami stanovení hodnoty podniku.

Tabulka 3.29: Přehled velikosti diskontovaného FCF

Scénář	2013	2014	2015	2016	2017
MFČR	-6.880	57.401	72.401	77.541	49.653
KB	3.126	79.945	69.045	82.597	67.684
ČS	625	57.647	68.789	67.956	48.906

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 3.30: Hodnota DCF – entity dle scénáře MFČR

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Výpočet provozně potřebných peněžních prostředků						
Provozně potřebná likvidita	0,108%	11,300%	11,300%	11,300%	11,300%	
Krátkodobé závazky	452 598	481 355	484 463	511 848	543 345	
Provozně potřebný finanční majetek	487	54 393	54 744	57 839	61 398	
Provozně nutný investovaný kapitál						
Dlouhodobý majetek	612 772	618 195	634 935	654 635	649 935	
Upravený pracovní kapitál	374 244	421 281	393 383	386 381	382 339	
Investovaný kapitál celkem	987 016	1 039 476	1 028 318	1 041 016	1 032 274	1 078 290
Korigovaný provozní VH	32 094	68 981	103 988	126 773	134 380	
Korigovaný prov. VH po upravené dani	25 996	55 874	84 231	102 686	108 848	113 700

Volné cash flow pro 1. fázi				
	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	71 059	114 690	142 735	148 873
Upravená daň	13 501	21 791	27 120	28 286
Korigovaný provozní VH po dani	57 558	92 898	115 615	120 587
Odpisy	44 519	47 903	51 591	53 809
Investice do provozně DHM	-49 942	-72 616	-71 291	-75 410
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	-59 650	304	-1 102	11 406
FCFF	-7 515	68 489	94 813	110 392
Odúročitel pro diskontní míru:	0,9155	0,8381	0,7673	0,7024
Diskontované FCFF k 1. 1. 2013	-6 880	57 401	72 747	77 541

Pokračující hodnota	
Tempo růstu	7,2%
Míra investic netto do DM a PK	61,6%
Rentabilita investic netto	11,7%

FCFF 2017	49 653	tis. Kč
Parametrický vzorec	2 428 152	tis. Kč
Gordonův vzorec	2 428 152	tis. Kč
Výnosové ocenění k 1. 1. 2013		
Současná hodnota 1. fáze	200 810	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	1 705 574	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	1 906 384	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	296 550	tis. Kč
Provozní hodnota netto	1 609 834	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	0	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	1 609 834	tis. Kč

Zdroj: Vlastní zpracování, tabulka převzata a upravena z Maříka (2011)

Tabulka 3.31: Hodnota DCF – entity dle scénáře Komerční banky, a. s.

FCFF 2017	67 684	tis. Kč
Parametrický vzorec	1 417 569	tis. Kč
Gordonův vzorec	1 417 569	tis. Kč
Výnosové ocenění k 1. 1. 2013		
Současná hodnota 1. fáze	234 713	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	995 724	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	1 230 437	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	296 550	tis. Kč
Provozní hodnota netto	933 887	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	0	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	933 887	tis. Kč

Zdroj: Vlastní zpracování, tabulka převzata a upravena z Maříka (2011)

Tabulka 3.32: Hodnota DCF – entity dle scénáře Česká spořitelna, a. s.

FCFF 2017	48 906	tis. Kč
Parametrický vzorec	2 533 107	tis. Kč
Gordonův vzorec	2 533 107	tis. Kč
Výnosové ocenění k 1. 1. 2013		
Současná hodnota 1. fáze	195 017	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	1 779 296	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	1 974 313	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	296 550	tis. Kč
Provozní hodnota netto	1 677 763	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	0	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	1 677 763	tis. Kč

Zdroj: Vlastní zpracování, tabulka převzata a upravena z Maříka (2011)

3.6.3 Hodnota EVA – entity

Pro stanovení hodnoty EVA – entity, bylo použito podobně jako u metody DCF – entity všech 3 uvažovaných scénářů. Výsledné hodnoty by pak měly vycházet v porovnání s hodnotami zjištěnými metodou DCF – entity velmi podobně.

Pro stanovení hodnoty podniku metodou EVA entity bylo nejprve nutné určit velikost čistého operačního kapitálu NOPAT, který je uvažován ve výši korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani. Dále uvedená hodnota NOA byla uvažována ve výši investovaného kapitálu celkem a následně bylo přistoupeno k výpočtu a diskontování velikosti ekonomické přidané hodnoty EVA. Výsledné hodnoty je možné najít v tabulce uvedené níže.

Tabulka 3.33: Přehled velikosti EVA

Scénář	2013	2014	2015	2016	2017
MFČR	-33.567	-4.234	16.229	19.280	27.006
KB	-35.251	-11.738	7.748	12.737	18.396
ČS	-34.830	-6.159	14.530	20.854	27.446

Zdroj: Vlastní zpracování

Následně bylo přikročeno k výpočtu současné hodnoty první a druhé fáze, jejichž prostým součtem byla určena hodnota tržní přidané hodnoty. Následně byla přičtením hodnoty NOA stanovena hodnota podniku brutto a odečtením velikost úročeného cizího kapitálu k datu ocenění byla určena výsledná hodnota podniku.

Celý výše uvedený postup ilustrují níže uvedené tabulky.

Tabulka 3.34: Hodnota EVA –dle scénáře MFČR

31. 12.	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NOPAT	25 996	57 558	92 898	115 615	120 587	129 254
NOA k 31. 12.	987 016	1 052 089	1 076 499	1 097 301	1 107 495	1 187 096
WACC x NOA _{t-1}		91 125	97 133	99 386	101 307	102 248
EVA		-33 567	-4 234	16 229	19 280	27 006
Odúročitel		0,9050	0,8190	0,7412	0,6707	
Diskontovaná EVA		-30 377	-3 468	12 028	12 932	

Pokračující hodnota	Hodnota	Jednotka
Tempo růstu	7,2%	
Míra investic netto	61,6%	
Pokračující hodnota	1 320 657	tis. Kč
Výnosové ocenění k 1. 1. 2007		

Výpočet EVA dle scénáře MFČR		
Současná hodnota 1. fáze	-8 885	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	885 811	tis. Kč
MVA	876 926	tis. Kč
NOA k datu ocenění	987 016	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	1 863 942	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	296 550	tis. Kč
Provozní hodnota netto	1 567 392	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	0	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	1 567 392	tis. Kč

Zdroj: Vlastní zpracování, tabulka převzata a upravena z Maříka (2011)

Tabulka 3.35: Hodnota EVA – dle scénáře KB

Výpočet EVA dle scénáře KB		
Současná hodnota 1. fáze	-27 228	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	258 431	tis. Kč
MVA	231 203	tis. Kč
NOA k datu ocenění	987 016	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	1 218 220	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	296 550	tis. Kč
Provozní hodnota netto	921 670	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	0	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	921 670	tis. Kč

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 3.36: Hodnota EVA – dle scénáře Česká spořitelna

Výpočet EVA dle scénáře České spořitelny		
Současná hodnota 1. fáze	-11 807	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	953 509	tis. Kč
MVA	941 702	tis. Kč
NOA k datu ocenění	987 016	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	1 928 719	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	296 550	tis. Kč
Provozní hodnota netto	1 632 169	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	0	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	1 632 169	tis. Kč

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná hodnota podniku je pak stanovena ve výši 1.632.169.000 Kč pro scénář České spořitelny. Podobné hodnoty dosahuje scénář Ministerstva financí České republiky a to ve výši 1.567.392.000 Kč. Pesimistický scénář, zastupovaný predikcí Komerční banky, a. s. pak stanovuje hodnotu podniku ve velikosti 921.670.000 Kč.

3.6.4 Hodnota stanovená paušální metodou Kapitalizace čistých výnosů

Ocenění společnosti metodou kapitalizace čistých výnosů bylo stanoveno na základě hodnoty vypočtené paušální metodou. Ta byla sestavena Maříkem (2011) doporučovaným postupem.

Nejprve tedy byly vyloučeny odpisy vykázané v minulých letech za účelem získání výsledku hospodaření před odpisy. Následně byly také vyloučeny výnosy a náklady spojené s neprovozním majetkem a taktéž byly vyloučeny jednorázové vlivy, jako jsou zůstatkové ceny prodaného majetku atp. Dále byl propočten upravený výsledek hospodaření před odpisy za jednotlivá léta a získaný výsledek přepočítán cenovým indexem na ceny k datu ocenění. Na základě tohoto postupu bylo možné stanovit trvale odnímatelný výnos před odpisy jako vážený průměr z minulých upravených výsledků hospodaření, který byl následně snížen o odpisy z reprodukčních cen a zdaněn. Na zjištěnou hodnotu byl dále aplikován vzorec pro věčnou rentu, v jehož jmenovateli byla uvedena hodnota nákladů vlastního kapitálu snižená o velikost inflace.

Výsledná hodnota, zjištěná paušální metodou kapitalizace čistých výnosů dosáhla velikosti 1.330.179.000 Kč. Ta je stejná pro všechny výše uvažované scénáře, jelikož její velikost je stanovena na základě analýzy historických dat a na rozdíl od metody DCF a EVA se široce neopírá o data uváděná v jednotlivých finančních plánech.

Tabulka 3.37: Hodnota podniku metodou Kapitalizace čistých výnosů

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
VH před zdaněním	17 389	66 629	91 615	137 735	146 444	99 798
Odpisy	18 416	27 861	23 845	31 505	35 272	49 061
Finanční výnosy	-2 521	-3 187	-3 728	-2 007	-5 973	-18 074
Tržby z prodeje DHM	11 704	8 575	8 368	8 465	12 693	58 803
ZC prodaného DHM	8 237	2 566	4 184	1 882	7 033	41 068
Mimořádné výnosy	0	-1 165	-3 474	-304	-2 308	-1 515
Mimořádné náklady	10	0	0	179	0	0
UVH před odpisy	53 235	101 279	120 810	177 455	193 161	229 141
Cenový index řetězový	1,05	1,12	1,13	1,15	1,17	1,21
Cenový index bazický vztahený k roku 2012	0,483	0,541	0,613	0,705	0,826	1,000
UVH upravený o inflaci	110 267	187 137	197 022	251 652	233 725	229 141
Váhy	1	2	3	4	5	6
UVH upravený o inflaci a váhy	110 267	374 274	591 065	1 006 610	1 168 624	1 374 846

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	220 271
Odpisy z reprodukčních cen ze zadání	49 061
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	171 210
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	171 210
Daň (19 %)	32 530
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	138 680
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,0%
Kalkulovaná úroková míra (n_{VK} bez inflace)	10,4%
Výnosová hodnota provozní	1 330 179
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV	1 330 179

Zdroj: Vlastní zpracování, tabulka převzata z Mařík (2011)

3.6.5 Účetní hodnota společnosti

Pro úplnost byla pro účely této práce stanovena též účetní hodnota společnosti. Ta je vypočítána jako rozdíl mezi celkovým majetkem společnosti a přítomnými cizími zdroji. Výsledná účetní hodnota byla následně zjištěna ve velikosti 650.229.000 Kč.

Tabulka 3.38: Účetní hodnota společnosti

Sledovaná položka	v tis. Kč.
Celková hodnota majetku společnosti	1.464.079
Celkový objem cizích zdrojů přítomných ve společnosti	813.850
Účetní hodnota společnosti	650.229

Zdroj: Vlastní zpracování

4 Interpretace a zhodnocení zjištěných výsledků

V této části práce bude provedena komparace výsledků, zjištěných metodou DCF – entity, EVA – entity, paušální metodou kapitalizace čistých výnosů a účetní hodnoty společnosti. Dále bude stanoven doporučený interval pro hodnotu společnosti a provedena citlivostní analýza zjištěných výsledků.

4.1 Komparace zjištěných výsledků

Níže uvedená tabulka poskytuje souhrnné informace o hodnotách zjištěných aplikacemi jednotlivých metod výpočtu hodnoty podniku pro jednotlivé scénáře.

Tabulka 4.1: Přehled zjištěných hodnot společnosti v tisících Kč

Metoda stanovení hodnoty	Česká spořitelna	MFČR	Komerční banka
DCF - entity	1.677.763	1.609.834	933.887
EVA - entity	1.632.169	1.567.392	921.670
KČV – paušální	1.330.179		
Účetní hodnota	650.229		

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledky hodnot stanovených metodou DCF entity jsou velmi podobné pro scénář České spořitelny a Ministerstva financí České republiky a to zejména z toho důvodu, že se predikovaná inflace obou scénářů zásadně neliší. Samotná predikce se naopak velmi lišila ve scénáři Komerční banky, což vedlo k výsledné hodnotě o přibližně 45 % nižší oproti scénáři České spořitelny. Stejným způsobem se tento faktor projevil též ve výpočtu EVA – entity.

Metoda kapitálových čistých výnosů je vůči těmto predikcím rezistentní, jelikož je spočítána téměř výhradně na základě historických údajů uváděných ve finančních výkazech společnosti CZ LOKO, a. s. Výsledná velikost hodnoty společnosti pak dosahuje hodnoty přibližně 1.330.000.000 Kč a představuje přibližný střed velikost hodnot mezi hodnotou DCF – entity vypočítanou dle scénářů České spořitelny a Komerční banky.

Účetní hodnota společnosti pak vychází jako hodnota vůbec nejnižší a měla by tak představovat nejnižší myslitelnou hodnotu podniku. Ta je vypočítána na základě historických cen a nereflektuje tak plně aktuální výkonnost podniku, ani jeho potenciální budoucí hospodářské výsledky.

4.1.1 Stanovení intervalu objektivizované hodnoty podniku

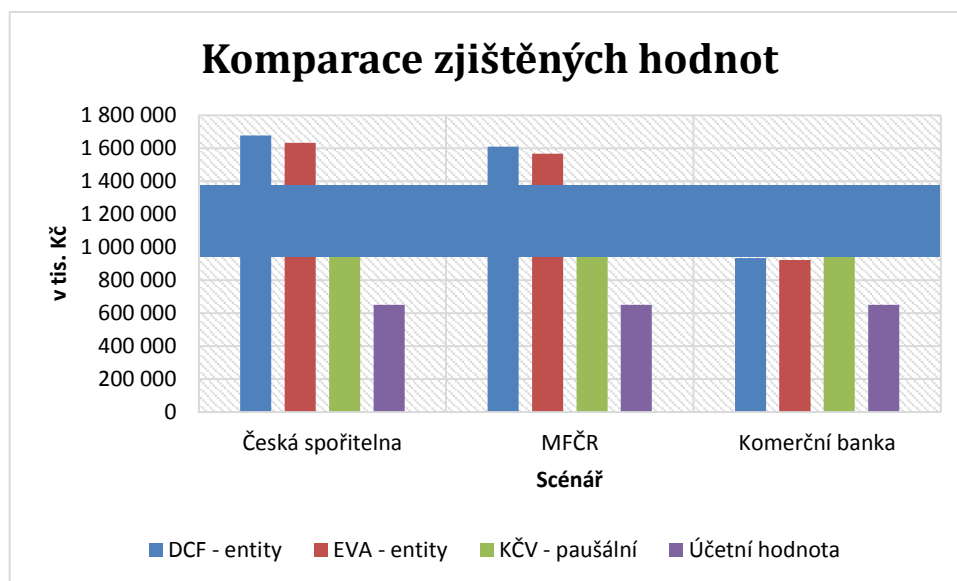
Nejpravděpodobnější výsledný interval zjištěné hodnoty podniku, stanovený na základě komparace finálních výsledků, byl stanoven jako aritmetický průměr všech hodnot zjištěných EVA - entity a DCF – entity v horní hranici intervalu a hodnotou zjištěnou aritmetickým

průměrem hodnoty zjištěné paušální metodou kapitálových čistých výnosů a účetní hodnotou společnosti.

Výsledné hodnoty intervalu dosahují velikosti 1.390.457.000 Kč v horní hranici intervalu a 990.204.000 Kč v dolní hranici intervalu. Autorovi práce se jako nejpravděpodobnější hodnota podniku následně jeví hodnota ve výši 1.360.318.000 Kč.

Všechny uvedené výpočty ilustruje níže uvedený graf.

Graf 4.1: Přehled zjištěných hodnot společnosti



Zdroj: Vlastní zpracování

4.1.2 Citlivostní analýza

Výpočet hodnoty společnosti uvedenými tržními metodami závislí z velké části na kvalitě návrhů finančního plánu, který je projektován na základě scénáři predikovaných dat a aplikací metody percentage to sales na 4 roky dopředu. S tím je však spojeno riziko, že finanční plány, navrhované pro společnost nebudou naplněny. To může být způsobeno mnoha vlivy, pro účely této práce však byly jako nejvíce rizikové faktory identifikovány 2 základní a to velikost predikované míry inflace a velikost nákladů kapitálu.

Tyto faktory byly podrobeny citlivostní analýze. Proto byly těmto faktorům upraveny vstupní parametry o $\pm 0,6\%$ v krocích o velikosti $\pm 0,02\%$ vůči původním hodnotám v případě prvního faktoru a o $\pm 6\%$ v krocích o velikosti $\pm 2\%$ vůči původním hodnotám v případě nákladů kapitálu.

Citlivost na náklady kapitálu

Citlivostní analýza nákladů vlastního kapitálu potvrdila vysoký vliv této hodnoty na výslednou velikost hodnoty podniku. S klesající hodnotou nákladů kapitálu se jednotnost zjištěných hodnot rozestupuje a v nejvyšším bodě dosahuje částku převyšující 4 miliardy korun

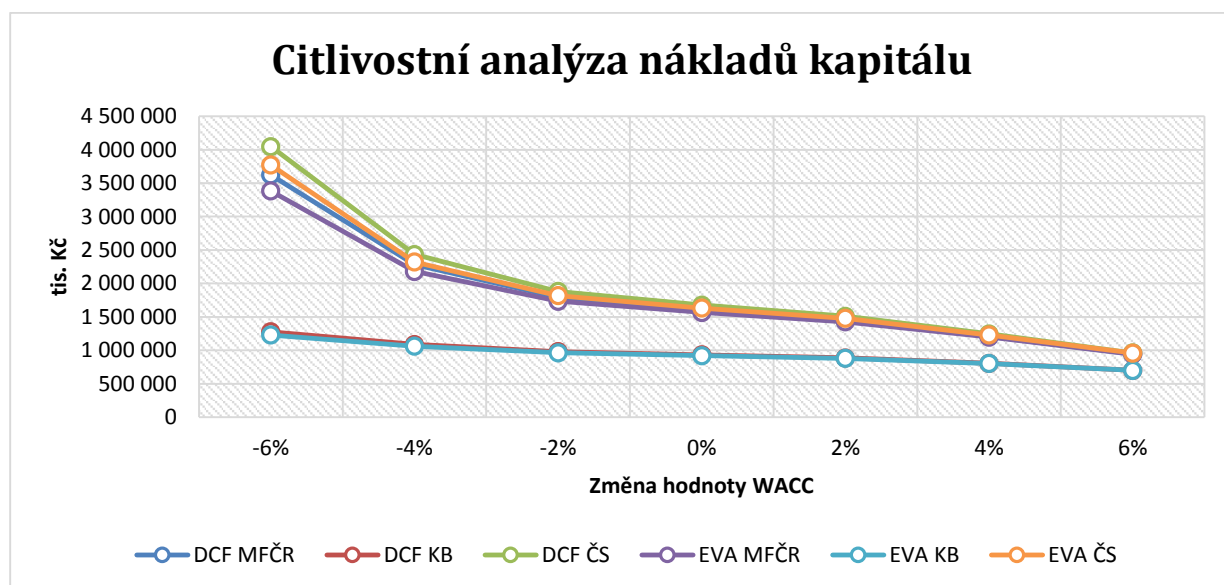
českých, zatímco v nejnižším jen přibližně 1,25 miliardy korun českých. Naopak s růstem velikosti nákladů kapitálu se velikost hodnoty podniku ustalovala v intervalu od 700 milionů Kč do přibližně 960 milionů Kč. Více informací je možné najít v příložené tabulce a grafu, který ilustruje výše popsané rozdíly v názorné grafice.

Tabulka 4.2: Citlivostní analýza nákladů kapitálu na hodnotu podniku

delta WACC	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%
WACC	8,164%	8,685%	9,047%	9,232%	9,417%	9,793%	10,381%
DCF MFČR	3 624 042	2 282 953	1 793 325	1 609 834	1 457 255	1 212 308	945 117
DCF KB	1 279 204	1 089 044	982 262	933 887	889 265	807 575	700 716
DCF ČS	4 046 268	2 434 336	1 880 728	1 677 763	1 510 816	1 246 204	962 262
EVA MFČR	3 383 146	2 179 974	1 735 476	1 567 392	1 426 696	1 198 354	943 864
EVA KB	1 229 866	1 062 193	965 924	921 670	880 430	803 730	700 491
EVA ČS	3 770 620	2 321 527	1 818 270	1 632 169	1 478 111	1 231 342	960 927

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 4.2: Citlivostní analýza nákladů kapitálu



Zdroj: Vlastní zpracování

Citlivost na velikosti predikované inflace

Dle níže uvedených tabulek, které poskytují detailní informace o velikosti hodnoty podniku za daných okolností je jasné čitelné, že čím větší predikovaná inflace bude, tím větší hodnoty podnik dosáhne.

Nejprve byly upraveny predikované hodnoty inflace o patřičné snížení ev. zvýšení parametru. Následně byla provedena nezbytná úprava finančního plánu a zjištěna nová hodnota podniku. Více informací podávají níže uvedené tabulky.

Tabulka 4.3: Velikost inflace po úpravě (Ministerstvo financí České republiky)

INFLACE - predikce MFCR						
-0,06%	-0,04%	-0,02%	0,00%	0,02%	0,04%	0,06%
122,858	123,105	123,35	123,60	123,85	124,094	124,342
125,144	125,396	125,65	125,90	126,15	126,403	126,655
127,629	127,886	128,14	128,40	128,66	128,913	129,170
129,120	129,380	129,64	129,90	130,16	130,419	130,679

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 4.4: Hodnota firmy při daném parametru (MFČR)

Hodnota firmy - predikce MFCR						
-0,06%	-0,04%	-0,02%	0,00%	0,02%	0,04%	0,06%
Hodnoty DCF – entity						
1 349 781	1 423 525	1 511 208	1 609 834	1 735 695	1 886 151	2 080 367
Hodnoty EVA - entity						
1 318 991	1 389 174	1 473 190	1 567 392	1 687 605	1 831 298	2 018 691

Zdroj: Vlastní zpracování

Velikost hodnoty firmy by se oproti původně vypočítané variantě změnila o - 260.053.000 Kč v případě negativního vývoje (pokles o 0,6 %). Naopak v případě růstu inflace o 0,6 % více, než je predikováno by způsobilo růst hodnoty podniku o 470.533.000 Kč.

V případě výpočtu EVA entity by se jednalo o rozdíly -248.401.000 Kč v případě negativního vývoje inflace a 699.700.000 Kč v případě růstu o +0,06 %.

Tabulka 4.5: Velikost inflace po úpravě (Komerční banka)

INFLACE - predikce KB						
-0,06%	-0,04%	-0,02%	0,00%	0,02%	0,04%	0,06%
121,957	122,203	122,45	122,69	122,94	123,184	123,430
122,079	122,325	122,57	122,82	123,06	123,308	123,554
123,666	123,915	124,16	124,41	124,66	124,911	125,160
125,521	125,774	126,03	126,28	126,53	126,784	127,037

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 4.6: Hodnota firmy při daném parametru (Komerční banka)

Hodnota firmy - predikce KB						
-0,06%	-0,04%	-0,02%	0,00%	0,02%	0,04%	0,06%
Hodnoty DCF - entity						
876 071	893 192	913 269	933 887	955 379	980 863	1 007 738
Hodnoty EVA - entity						
866 383	882 757	901 955	921 670	942 214	966 575	992 264

Zdroj: Vlastní zpracování

Podobně jako v případě scénáře Ministerstva financí České republiky i zde se hodnota pohybuje, ovšem již nikoliv o v absolutních hodnotách vysoké částky. U hodnoty DCF – entity

se jedná o změnu ve výši -57.816.000 Kč v případě negativního vývoje a o změnu 26.875.000 Kč v případě vývoje pozitivního.

EVA – entity se následně pohybuje o -55.287.000 Kč a 70.594.000 Kč oproti středovým hodnotám.

Tabulka 4.7: Velikost inflace po úpravě (Česká spořitelna)

INFLACE - predikce České spořitelny						
-0,06%	-0,04%	-0,02%	0,00%	0,02%	0,04%	0,06%
122,202	122,448	122,694	122,940	123,186	123,432	123,678
124,151	124,400	124,650	124,900	125,150	125,400	125,649
126,765	127,020	127,275	127,530	127,785	128,040	128,295
129,300	129,560	129,820	130,080	130,340	130,600	130,860

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 4.8: Hodnota firmy při daném parametru (Česká spořitelna)

Hodnota firmy – predikce České spořitelny						
-0,06%	-0,04%	-0,02%	0,00%	0,02%	0,04%	0,06%
Hodnoty DCF - entity						
1 396 399	1 476 449	1 568 909	1 677 763	1 815 880	1 985 990	2 200 397
Hodnoty EVA - entity						
1 363 420	1 439 884	1 528 200	1 632 169	1 764 081	1 926 546	2 131 306

Zdroj: Vlastní zpracování

V případě scénáře České spořitelna hodnota podniku dosahuje rozdílu oproti středové hodnotě ve výši -281.364.000 Kč a 522.634.000 Kč u hodnoty DCF – entity.

U hodnoty EVA – entity je následný pohyb v hodnotách o -268.749.000 a 499.137.000 Kč.

5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty společnosti CZ LOKO, a. s. bez ostatních majetkových účastí k 1. 1. 2013 použitím výnosových metod DCF – entity a EVA entity. Dále bylo provedeno ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů podniku a též byla vypočtena účetní hodnota společnosti.

Diplomová práce byla rozdělena do čtyř částí, z nichž první část práce byla věnována teoretickým východiskům hodnocení podniku, byly rozebrány nejčastější metody stanovení hodnoty podniku, definován podnik, popsáno komu hodnocení podniku slouží, byla zodpovězena otázka proč vlastně podnik oceňovat a na základě čeho.

V druhé části práce byl představen podnik CZ LOKO, a. s. jeho právní struktura, mise, vize, vedení podniku a byl též přiblížen jeho výrobní program. Následoval popis odvětví podniku na základě podkladů Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky, popis upraveného odvětví pro výpočet hodnoty podniku a byl zpracován finanční benchmarking s konkurenčními podniky, jež výsledkem bylo hodnocení podniku CZ LOKO jako po finanční stránce jako podnik průměrný až mírně podprůměrný. Následně byla provedena manažerská analýza podniku s výsledkem „podnik CZ LOKO je podnikem s přijatelnou perspektivou“. Finanční výkazy podniku byly dále podrobeny finanční analýze, konkrétně vertikální analýze aktiv a pasiv, byly stanoveny hodnoty rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity a dále byly spočítány bankrotní a bonitní modely aplikované na oceňovaný podnik. Jejich výsledkem je, že podnik CZ LOKO je podnikem nacházejícím se v oblasti mezi bonitními podniky a podniky, nacházejícími se v horní hranici šedé zóny. Druhá část dále pokračovala výpočtem regresní analýzy tržeb a predikce jejich výše na roky 2013, 2014, 2015 a 2016. Dle zjištěných hodnot byl následně sestaven finanční plán výkazu zisku a ztráty a rozvahy na budoucí 4 roky a to na základě 3 na sobě navzájem nezávislých scénářů, postavených na oficiálních makroekonomických předpovědích Ministerstva financí České republiky, Komerční banky, a. s. a České spořitelny, a. s. a bylo uvedeno též krátké zhodnocení finančního plánu aplikací metod finanční analýzy. Na základě zjištěných informací byly dále stanoveny náklady kapitálu podniku WACC. Pro účely stanovení hodnoty nákladů vlastního kapitálu R_e bylo použito aritmetického průměru hodnot zjištěných aplikací metody CAPM a Stavebnicového modelu na kapitálovou strukturu oceňované společnosti. V závěru kapitoly bylo přistoupeno k samotnému ocenění podniku uvedenými metodami. Nejvyšší hodnoty podniku bylo ve všech scénářích vždy dosaženo jako výsledku aplikace metody DCF – entity (nejvyšší hodnota podniku vyšla podle scénáře České spořitelny ve výši 1.677.763.000 Kč), která byla co do absolutní velikosti

vždy následována hodnotou vypočtenou metodou EVA – entity (o velikosti hodnoty 1.632.169.000 v nejvyšším případě) a dále paušální metodou kapitalizace čistých výnosů s velikostí hodnoty 1.330.179.000 Kč bez závislosti na scénáři. Nejnižší absolutní hodnota podniku byla ve všech scénářích reprezentována účetní hodnotou podniku, která byla stanovena ve výši 650.229.000 Kč.

Ve třetí a čtvrté části byla ze zjištěných hodnot následně sestavena komparace a byl stanoven interval nejpravděpodobnější hodnoty podniku reprezentovaný hodnotou 1.390.457.000 Kč v horní hranici intervalu a 990.204.000 Kč v dolní hranici intervalu. Autorovi práce se jako nejpravděpodobnější hodnota podniku následně jevila hodnota ve výši 1.360.318.000 Kč, která byla zjištěna jako aritmetický průměr všech naměřených hodnot. Vzhledem k velké závislosti výsledné hodnoty na hodnotě nákladů kapitálu a velikosti predikované inflace byly následně výsledky podrobeny citlivostní analýze, která byla provedena úpravou vstupních parametrů o $\pm 0,6 \%$ v krocích o velikosti $\pm 0,02 \%$ vůči původním hodnotám v případě prvního faktoru a o $\pm 6 \%$ v krocích o velikosti $\pm 2 \%$ vůči původním hodnotám v případě nákladů kapitálu. V případě aplikace citlivostní analýzy na náklady kapitálu byla zjištěna vysoká citlivost změny hodnoty podniku na změnu vstupního parametru. Hodnoty podniku se následně lišily o jednotky v řádech miliard korun českých. V případě aplikace citlivostní analýzy na velikost predikované inflace byly změny výsledných hodnot nezanedbatelné, avšak v porovnání s předchozím méně drastické.

Autor věří, že výsledky práce poskytují nezbytné výsledky z hlediska hodnoty podniku, které mohou sloužit jako podkladový materiál pro management oceňovaného podniku.

Zdroje

Knižní zdroje

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008, 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6
- [2] GRÜNWALD, Rolf.; HOLECKOVÁ, Jaroslava. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: EKOPRESS, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [3] INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. *International Valuation Standards 2013: Frameworks and Requirements*. London, UK, 2013
- [4] JONATHAN BERK, Peter DeMarzo. *Fundamentals of corporate finance: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2nd ed., Global ed. Harlow [etc.]: Pearson Education, 2011, 192 s. ISBN 978-027-3753-469
- [5] KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, xxxviii, 811 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.
- [6] KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. MCKINSEY & COMPANY. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed. Hoboken: John Wiley, 2010, xvii, 811 s. Wiley finance series. ISBN 978-0-470-42465-0.
- [7] KRABEC, Tomáš a Joshua PEARL. *Oceňování podniku a standardy hodnoty: valuation, leveraged buyouts, and mergers*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 261 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0
- [8] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [9] ROSENBAUM, Joshua a Joshua PEARL. *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers*. 2nd ed., Global ed. Hoboken, N.J.: John Wiley, c2009, xxii, 304 p. Wiley finance series. ISBN 04-704-4220-4

- [10] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3. rozš. vyd. Praha: Grada, 2010, 139 s. ISBN 978-802-4733-081
- [11] SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007, 452 s. ISBN 978-802-4719-924.
- [12] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. přeprac. vyd. Praha: Ekopress, 2005, 465 s. ISBN 80-869-2901-9.
- [13] VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: GRADA Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-3647-1.

Elektronické zdroje

- [14] *Analýzy a doporučení: Desetiletý český státní dluhopis*. In: [online]. 2013 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: http://www.fio.cz/docs/zpravodajstvi/21-analyzaStrednedoba/cz/129451_Nove_o_ceneni_Komerčni_banky_duben_2013.pdf
- [15] *Čtvrtletník Ekonomika pod lupou, 4. čtvrtletí 2013: Ekonomická predikce České spořitelny*. [online]. [cit. 2014-06-09]. Dostupné z: http://www.quote.cz/media/files_users/Analýzy/ekonomika_9_13_cs.pdf
- [16] *Damodaran: Industry specific data file*. In: [online]. 2013 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [17] *Damodaran: Riziková prémie kapitálového trhu USA*. In: [online]. 2013 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html
- [18] *Damodaran: Prémie USA dluhopisů A1 oproti AAA*. In: [online]. 2013 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.htm
- [19] *Ekonomické výhledy: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, a. s.* [online]. [cit. 2014-06-09]. Dostupné z: <http://trading.kb.cz/ibweb/analysisList.do?ID=67>

- [20] *Makroekonomická predikce Ministerstva financí České republiky: Ceny 2013 - Q1.* [online]. [cit. 2014-06-09]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Makro-ekonomicka-predikce_2013-Q1_Tabulky-a-grafy-C2-Ceny.pdf.
- [21] *Ministerstvo průmyslu a obchodu - Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2012.* In: [online]. 2013 [cit. 2014-03-30] Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/app/content/files/zpravodajstvi-pro-export/Panorama2012.pdf>
- [22] *Míra inflace v České republice: prosinec 2012.* In: [online]. 2013 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: http://www.czso.cz/xl/redakce.nsf/i/130109_inflace
- [23] *Obchodní zákoník.* [online]. [cit. 2014-06-09]. Dostupné z: <http://zakony.centrum.cz/obchodni-zakonik/cast-1>
- [24] *US Inflation Calculator.* In: [online]. 2013 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: <http://www.usinflationcalculator.com/inflation/current-inflation-rates/>
- [25] *Ročná správa 2008 ŽOS Zvolen, a. s.* [online]. [cit. 2014-06-09]. Dostupné z: <http://www.zoszv.sk/userfiles/file/rocne-spravy/ZOS-Zvolen-Rocna-sprava-2008-72dpi.pdf>
- [26] *Ročná správa 2009 ŽOS Zvolen, a. s.* [online]. [cit. 2014-06-09]. Dostupné z: <http://www.zoszv.sk/userfiles/file/rocne-spravy/ZOS-Zvolen-Rocna-sprava-2009-72dpi.pdf>
- [27] *Ročná správa 2010 ŽOS Zvolen, a. s.* [online]. [cit. 2014-06-09]. Dostupné z: <http://www.zoszv.sk/userfiles/file/rocne-spravy/Rocna%20sprava%202010.pdf>
- [28] *Ročná správa 2011 ŽOS Zvolen, a. s.* [online]. [cit. 2014-06-09]. Dostupné z: <http://www.zoszv.sk/userfiles/file/rocne-spravy/rsprava2011.pdf>
- [29] *Výročná správa 2012 ŽOS Zvolen, a. s.* [online]. [cit. 2014-06-09]. Dostupné z: <http://www.zoszv.sk/userfiles/file/rocne-spravy/finalnaverziavs2012.pdf>
- [30] *Výroční zpráva CZ LOKO, a. s. za rok 2012* [online]. 2013 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a22309&dokumentId=B+2584%2fSL206%40KSHK&partnum=0&variant=1&klic=lmbay>

- [31] *Výroční zpráva CZ LOKO, a. s. za rok 2011* [online]. 2012 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a22309&dokumentId=B+2584%2fSL204%40KSHK&partnum=0&variant=1&klic=lmmbay>
- [32] *Výkaz zisku a ztrát CZ LOKO, a. s. za rok 2010* [online]. 2011 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a22309&dokumentId=B+2584%2fSL191%40KSHK&partnum=0&variant=1&klic=4d04zz>
- [33] *Rozvaha CZ LOKO, a. s. za rok 2010* [online]. 2011 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a22309&dokumentId=B+2584%2fSL194%40KSHK&partnum=0&variant=1&klic=4d04z>
- [34] *Přehled o peněžních tocích CZ LOKO, a. s. za rok 2010* [online]. 2011 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a22309&dokumentId=B+2584%2fSL193%40KSHK&partnum=0&variant=1&klic=4d04zz>
- [35] *Účetní závěrka CZ LOKO, a. s. za rok 2008* [online]. 2009 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a22309&dokumentId=B+2584%2fSL163%40KSHK&partnum=0&variant=1&klic=4d04zz>
- [36] *Účetní závěrka CZ LOKO, a. s. za rok 2007* [online]. 2008 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a22309&dokumentId=B+2584%2fSL150%40KSHK&partnum=0&variant=1&klic=4d04zz>
- [37] *Rozvaha CZ LOKO, a. s. za rok 2009* [online]. 2010 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a22309&dokumentId=B+2584%2fSL176%40KSHK&partnum=0&variant=1&klic=4d04zz>
- [38] *Přehled o peněžních tocích CZ LOKO, a. s. za rok 2009* [online]. 2010 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a22309&dokumentId=B+2584%2fSL172%40KSHK&partnum=0&variant=1&klic=4d04zz>
- [39] *Výkaz zisku a ztráty CZ LOKO, a. s. za rok 2009* [online]. 2010 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a22309&dokumentId=B+2584%2fSL179%40KSHK&partnum=0&variant=1&klic=4d04zz>
- [40] *Výroční zpráva DPOV Přerov, a. s. za rok 2012* [online]. 2013 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a800011986&dokumentId=B+3147%2fSL30%40KSOS&partnum=0&variant=1&klic=8s58l2>

- [41] *Výroční zpráva DPOV Přerov, a. s. za rok 2010* [online]. 2011 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a800011986&dokumentId=B+3147%2fSL25%40KSOS&partnum=0&variant=1&klic=6bls2n>
- [42] *Výroční zpráva DPOV Přerov, a. s. za rok 2008* [online]. 2009 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a800011986&dokumentId=B+3147%2fSL20%40KSOS&partnum=0&variant=1&klic=6bls2n>
- [43] *Výroční zpráva PARS NOVA, a. s. za rok 2012* [online]. 2013 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a425452&dokumentId=B+2350%2fSL67%40KSOS&partnum=0&variant=1&klic=cjxkh9>
- [44] *Výroční zpráva PARS NOVA, a. s. za rok 2010* [online]. 2011 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a425452&dokumentId=B+2350%2fSL61%40KSOS&partnum=0&variant=1&klic=cjxkh9>
- [45] *Výroční zpráva PARS NOVA, a. s. za rok 2008* [online]. 2009 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a425452&dokumentId=B+2350%2fSL48%40KSOS&partnum=0&variant=1&klic=cjxkh9>
- [46] *Výroční zpráva ŠKODA TRANSPORTATION, a. s. za rok 2012* [online]. 2013 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a399596&dokumentId=B+1491%2fSL110%40KSPL&partnum=0&variant=1&klic=8kc8z6>
- [47] *Výroční zpráva ŠKODA TRANSPORTATION, a. s. za rok 2010* [online]. 2011 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a399596&dokumentId=B+1491%2fSL102%40KSPL&partnum=0&variant=1&klic=8kc8z6>
- [48] *Výroční zpráva ŠKODA TRANSPORTATION, a. s. za rok 2008* [online]. 2009 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a399596&dokumentId=B+1491%2fSL84%40KSPL&partnum=0&variant=1&klic=8kc8z6>
- [49] *Výroční zpráva ŠKODA VAGÓNKA, a. s. za rok 2012* [online]. 2013 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a442424&dokumentId=B+2435%2fSL71%40KSOS&partnum=0&variant=1&klic=sk6cjx>
- [50] *Výroční zpráva ŠKODA VAGÓNKA, a. s. za rok 2010* [online]. 2011 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a442424&dokumentId=B+2435%2fSL64%40KSOS&partnum=0&variant=1&klic=sk6cjx>

[51] *Výroční zpráva ŠKODA VAGÓNKA, a. s. za rok 2008* [online]. 2009 [cit. 2013-11-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a442424&dokumentId=B+2435%2fSL54%40KSOS&partnum=0&variant=1&klic=sk6cjx>

[52] *Výnosnost desetiletých státních dluhopisů USA*. In: [online]. 2013 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/quote/USGG10YR:IND>

[53] *Webová prezentace společnosti: Historie a popis společnosti*. [online]. [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: <http://www.czloko.cz/cz/cz-loko>

Seznam zkratek

A - aktiva

BU – bankovní úvěry

CK – cizí kapitál

CAPM – model oceňování kapitálových aktiv

ČS – Česká spořitelna

ČPK – čistý pracovní kapitál

CZ – NACE – Klasifikace ekonomických činností

DCF – diskontované cash flow

DHM – dlouhodobý majetek

E – roční zisk na akcii

EBIT – zisk před úroky a zdaněním

EBITDA – zisk před úroky, daněmi, amortizací a odpisy

EVA – ekonomická přidaná hodnota

FCFF – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele

g – tempo růstu

IVS – mezinárodní oceňovací standardy

KB – Komerční banka

MFČR – Ministerstvo financí České republiky

OA – oběžná aktiva

OBL – obligace

P – tržní cena akcie

R – náklady kapitálu

Rd – náklady na cizí kapitál

Re – náklady na vlastní kapitál

Rf – bezriziková sazba

R_{finstab} – riziková přírážka za likviditu podniku

R_{LA} – riziková přírážka za velikost podniku

$R_{\text{podnikatelský}}$ – riziková přírážka za podnikatelské riziko

ROA – rentabilita aktiv

ROE – rentabilita vlastního kapitálu

ROS – rentabilita tržeb

SM – stavebnicový model

TČV – trvale odnímatelný čistý výnos

TS – daňový štít

V – hodnota podniku

VK – vlastní kapitál

WACC – Vážený průměr nákladů kapitálu

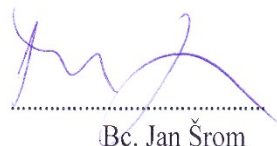
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠBTUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V OSTRAVĚ dne 10. 7. 2014

Adresa trvalého pobytu studenta:
Veleslavínova 1864/6
702 00 OSTRAVA



Bc. Jan Šrom

Seznam příloh

Příloha č. 1 – Vybrané sektorově specifické násobky pro stanovení hodnoty podniku

Příloha č. 2 – Kompletní finanční analýza a benchmarking

Příloha č. 3 – Finanční plány

Příloha č. 1 - Vybrané sektorově specifické násobky pro stanovení hodnoty podniku

Valuační násobek	Sektor
Enterprise value /	
Přístupové linky / Kilometrická vzdálenost cest	Telekomunikace
Vysílané (Broadcast) Cash Flow „BCF“	Média Telekomunikace
EBITDAR (Výsledek hospodaření před daněmi, odpisy, amortizací a náklady na nájemné)	Kasína Restaurace Retail
EBITDAX (Výsledek hospodaření před daněmi, odpisy, vyčerpání a náklady na výzkum)	Přírodní zdroje Ropa a zemní plyn
Populace (POP)	Telekomunikace
Produkce / Produkční kapacita v jednotkách	Hornictví Přírodní zdroje Ropa a zemní plyn Papírové a Lesní produkty
Rezervy	Hornictví Přírodní zdroje Ropa a zemní plyn
Předplatitelé	Média Telekomunikace
Metry čtvereční	Real Estate Retail
Cena vlastního kapitálu /	
Účetní hodnota (na akcii)	Finanční instituce Stavebnictví
Nadměrná hotovost	Real Estate
Nevázané (diskreční) Cash Flow	Přírodní zdroje
Fondy z činnosti (FFO) (na akcii)	Real Estate
Čistá hodnota aktiv (na akcii)	Finanční instituce Real Estate

Příloha č. 2 – Kompletní finanční analýza a benchmarking

Bankrotní a bonitní modely

INDEX BONITY

TEXT/ROK	2012	2011	2010	2009	2008	2007
IB CZ LOKO	1,436066	1,638532	2,051112	1,524986	1,305361	0,647487528
IB PARS	4,959654	4,505828	3,76055	3,537413	1,448299	0,693845912
IB ŠKODA VAGONKA	6,921608	3,979262	4,056635	4,118585	4,074524	5,235608095
IB ŠKODA TRANSP.	5,093624	4,651145	4,293841	5,993628	3,581744	4,866342077
IB DPOV PŘEROV	1,315431	1,267382	1,100525	1,424273	1,486544	1,652784538
IB ŽOS ZVOLEN	0,438717	0,728902	0,999116	1,032563	1,311413	-

Altmanovo Z' skóre - společnosti neobchodované na finančních trzích

TEXT/ROK	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Z' skóre CZ LOKO	2,110433	1,936183	2,330228	2,401871	2,037525	1,615526324
Z' skóre PARS	2,963269	2,650149	1,888008	2,122057	2,533583	2,272808583
Z' skóre ŠKODA VAGONKA	3,664131	2,416797	1,849071	2,186417	1,500794	2,353225473
Z' skóre ŠKODA TRANSP.	0,513984	0,637634	0,609992	1,126654	1,020363	2,386792882
Z' skóre DPOV PŘEROV	2,655009	2,498076	2,000394	2,509395	2,346326	2,016599777
Z' skóre ŽOS ZVOLEN	1,013741	1,080162	1,718289	1,656519	2,304869	-

INDEX IN99 - VLASTNICKÁ VARIANTA

TEXT/ROK	2012	2011	2010	2009	2008	2007
IN99 CZ LOKO	0,988762	0,998	1,222098	1,141924	0,933226	0,5495946
IN99 PARS	1,908746	1,6411	1,27724	1,375488	1,039447	0,814298605
IN99 ŠKODA VAGONKA	2,700475	1,591985	1,415249	1,57623	1,251244	1,746421827
IN99 ŠKODA TRANSP.	0,890238	0,88874	0,725376	0,699445	0,526396	1,427218417
IN99 DPOV PŘEROV	0,899286	0,8818	0,714559	0,864074	0,986958	0,831860086
IN99 ŽOS ZVOLEN	0,347124	0,429557	0,73191	0,727856	0,880285	-

TAFFLERŮV INDEX - MODIFIKOVANÝ

TEXT/ROK	2012	2011	2010	2009	2008	2007
TAFL CZ LOKO	0,5328	0,519499	0,619996	0,600028	0,533823	0,412476851
TAFL PARS	0,893248	0,793681	0,652576	0,693755	0,566199	0,459169252
TAFL ŠKODA VAGONKA	1,072745	0,700615	0,619114	0,713467	0,541921	0,818204927
TAFL ŠKODA TRANSP.	0,42025	0,414603	0,399425	0,727109	0,517184	0,958513584
TAFL DPOV PŘEROV	0,646737	0,583672	0,528294	0,641327	0,628798	0,574931599
TAFL ŽOS ZVOLEN	0,264361	0,30847	0,404952	0,445615	0,509805	-

Poměrové ukazatele CZ LOKO a vybraných konkurenčních společností

CZ LOKO, a. s.

Ukazatele rentability		CZ LOKO		Roky				
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
Rentabilita celkových aktiv	(VH před zdaň. + N.) / aktiva celkem	7,26%	9,74%	12,98%	9,57%	7,67%	2,54%	
Rentabilita tržeb	(VH před zdaň. + N.) / (I. + II.1.)	4,91%	7,24%	8,13%	5,55%	5,30%	2,46%	
Rentabilita kapitálu	(VH před zdaň. + N.) / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.)	13,16%	21,15%	24,95%	18,80%	14,94%	4,28%	
Rentabilita vlastního kapitálu	VH za úč. období / A.	14,25%	20,62%	21,64%	15,77%	12,05%	2,78%	
Rentabilita tržeb	VH za úč. období / (I. + II.1.)	4,27%	5,87%	6,39%	4,10%	3,73%	1,31%	
Finanční páka	aktiva celkem / A.	2,25	2,61	2,12	2,23	2,23	2,05	
Rentabilita vlastních finančních zdrojů	(VH za úč. období + E.) / A.	21,81%	26,52%	27,75%	21,13%	18,63%	7,63%	
Mzdová náročnost tržeb	C.1. / (I. + II.1.)	9,81%	9,58%	10,27%	10,14%	10,65%	14,78%	

Ukazatele aktivity (doby obratu)		CZ LOKO		Roky				
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
Obrat aktiv	(I. + II.1.) / aktiva celkem	1,48	1,35	1,60	1,72	1,45	1,03	
Obrat zásob	(I. + II.1.) / C.I.	8,02	6,91	10,44	7,96	4,97	3,94	
Doba obratu aktiv	aktiva celkem / [(I. + II.1.) / 360]	243,44	267,52	225,47	208,81	248,51	348,07	
Doba obratu zásob	C.I. / [(I. + II.1.) / 360]	44,88	52,13	34,48	45,21	72,38	91,38	
Doba inkasa pohledávek	(C.II. + C.III.) / [(I. + II.1.) / 360]	92,58	111,77	108,71	83,77	74,89	171,49	
Doba splatnosti krátkodob. Záv	(B.III.) / [(I. + II.1.) / 360]	75,25	114,44	89,06	78,70	120,28	129,39	
Obrat dlouhodobého majetku		3,42	3,50	4,41	5,19	4,30	2,85	
Doba obratu dlouhodobého majetku		105,28	102,72	81,70	69,43	83,72	126,52	

Ukazatele zadluženosti		CZ LOKO		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Equity Ratio	A. / aktiva celkem	44,35%	38,31%	47,13%	44,82%	44,83%	48,85%
Zadluženost	B. / aktiva celkem	55,59%	61,63%	52,77%	55,06%	54,93%	50,99%
Debt Ratio II.	(B. + C.) / aktiva celkem	55,65%	61,69%	52,87%	55,18%	55,17%	51,18%
Zadluženost vlastního kapitálu	B. / A.	1,25	1,61	1,12	1,06	1,23	1,04
Úrokové krytí I.	(VH před zdaň. + N.) / N.	16,25	27,08	33,47	28,61	12,52	8,26
Úrokové krytí II.	(VH před zdaň. + N. + E.) / N.	23,75	33,36	40,90	35,80	17,34	15,94
Cash Flow/((Cizí zdroje - Rezervy)/360))	(VH za úč. období + E.) / [(B. - B.I.)/360]	64,63	60,76	94,27	65,30	57,48	27,53
Úrokové zatížení		0,06	0,04	0,03	0,03	0,08	0,12
Dlouhodobá zadluženost		0,03	0,05	0,02	0,03	0,03	0,08

Ukazatele likvidity		CZ LOKO		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Pracovní kapitál	C. - C.II. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	168	104	152	173	164	175
		684	328	290	543	456	483
Pracovní kapitál na aktiva	[C. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)] / aktiva celkem	11,52%	6,69%	13,93%	17,49%	17,42%	22,56%
Ukazatele kapitalizace	B. / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.)	0,78	0,83	0,70	0,65	0,66	0,61
Běžná likvidita	C. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	1,26	1,14	1,33	1,36	1,36	1,56
Rychlá likvidita	(C.III. + C.IV.) / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	0,85	0,76	0,97	0,92	0,76	1,23
Penežní likvidita	C.IV. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	0,00	0,00	0,00	0,10	0,14	0,01
Doba splatnosti krátkodobých závazků	B.III. / [(I. + II.1.) / 360]	75,25	114,44	89,06	78,70	120,28	129,39
Rychlá standardizovaná		1	0,78	1,01	0,92	0,76	0,91

PARS NOVA, a. s.							
Ukazatele rentability		PARS NOVA		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Rentabilita celkových aktiv	(VH před zdaň. + N.) / aktiva celkem	32,49%	29,92%	23,16%	20,92%	9,06%	0,13%
Rentabilita tržeb	(VH před zdaň. + N.) / (I. + II.1.)	23,28%	25,79%	27,62%	19,83%	5,63%	0,08%
Rentabilita kapitálu	(VH před zdaň. + N.) / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.)	50,61%	47,53%	35,66%	31,87%	12,84%	0,23%
Rentabilita vlastního kapitálu	VH za úč. období / A.	51,81%	46,70%	52,85%	50,77%	11,93%	2,67%
Rentabilita tržeb	VH za úč. období / (I. + II.1.)	19,45%	20,49%	22,55%	17,81%	3,65%	0,82%
Finanční páka	aktiva celkem / A.	1,91	1,96	2,79	2,70	2,03	2,05
Rentabilita vlastních finančních zdrojů	(VH za úč. období + E.) / A.	56,07%	50,56%	57,41%	54,88%	19,92%	10,32%
Mzdová náročnost tržeb	C.1. / (I. + II.1.)	0,00%	0,00%	9,64%	8,45%	13,94%	15,53%

Ukazatele aktivity (doby obratu)		PARS NOVA		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Obrat aktiv	(I. + II.1.) / aktiva celkem	1,40	1,16	0,84	1,05	1,61	1,59
Obrat zásob	(I. + II.1.) / C.I.	8,06	7,54	6,08	5,91	4,48	5,00
Doba obratu aktiv	aktiva celkem / [(I. + II.1.) / 360]	257,89	310,30	429,26	341,27	223,51	226,41
Doba obratu zásob	C.I. / [(I. + II.1.) / 360]	44,68	47,78	59,21	60,96	80,44	71,95
Doba inkasa pohledávek	(C.II. + C.III.) / [(I. + II.1.) / 360]	133,73	157,02	194,10	150,79	35,59	38,78
Doba splatnosti krátkodob. Záv	(B.III.) / [(I. + II.1.) / 360]	92,33	114,97	148,94	111,91	65,02	72,75
Obrat dlouhodobého majetku		5,47	4,85	4,67	4,92	3,84	3,17
Doba obratu dlouhodobého majetku		65,84	74,26	77,04	73,16	93,76	113,63

Ukazatele zadluženosti		PARS NOVA		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Equity Ratio	A. / aktiva celkem	52,42%	50,89%	35,79%	37,01%	49,23%	48,77%
Zadluženost	B. / aktiva celkem	47,58%	49,11%	63,85%	62,89%	50,42%	51,23%
Debt Ratio II.	(B. + C.) / aktiva celkem	47,58%	49,11%	64,21%	62,99%	50,77%	51,23%
Zadluženost vlastního kapitálu	B. / A.	0,91	0,96	1,78	1,54	1,02	1,05
Úrokové krytí I.	(VH před zdaň. + N.) / N.	-	-	574,47	117,25	6,57	0,10
Úrokové krytí II.	(VH před zdaň. + N. + E.) / N.	-	-	614,95	125,78	9,42	2,93
Cash Flow/((Cizí zdroje - Rezervy)/360))	(VH za úč. období + E.) / [(B. - B.I.)/360]	295,53	233,34	152,87	164,59	112,86	39,18
Úrokové zatížení		0,00	0,00	0,00	0,01	0,15	10,09
Dlouhodobá zadluženost		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ukazatele likvidity		PARS NOVA		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Pracovní kapitál	C. - C.II. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	646	746	1 101	927	243	130
		557	082	551	256	941	362
Pracovní kapitál na aktiva	[C. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)] / aktiva celkem	37,52%	38,95%	47,19%	45,41%	28,74%	17,28%
Ukazatele kapitalizace	B. / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.)	0,40	0,38	0,28	0,33	0,59	0,88
Běžná likvidita	C. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	2,08	2,05	2,36	2,39	1,99	1,54
Rychlá likvidita	(C.III. + C.IV.) / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	1,56	1,64	1,96	1,84	0,75	0,55
Penežní likvidita	C.IV. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	0,15	0,27	0,66	0,50	0,20	0,02
Doba splatnosti krátkodobých závazků	B.III. / [(I. + II.1.) / 360]	92,33	114,97	148,94	111,91	65,02	72,75
Rychlá standardizovaná		1,60	1,64	1,97	1,85	0,75	0,55

ŠKODA VAGONKA, a. s.

Ukazatele rentability		ŠKODA VAGONKA		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Rentabilita celkových aktiv	(VH před zdaň. + N.) / aktiva celkem	49,56%	25,05%	26,93%	27,27%	18,90%	33,28%
Rentabilita tržeb	(VH před zdaň. + N.) / (I. + II.1.)	29,14%	21,07%	29,16%	24,78%	26,49%	32,59%
Rentabilita kapitálu	(VH před zdaň. + N.) / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.)	89,42%	45,27%	59,38%	45,75%	55,43%	55,27%
Rentabilita vlastního kapitálu	VH za úč. období / A.	83,77%	72,19%	70,39%	77,07%	99,84%	56,93%
Rentabilita tržeb	VH za úč. období / (I. + II.1.)	23,73%	18,66%	22,99%	20,61%	27,83%	26,89%
Finanční páka	aktiva celkem / A.	2,08	3,25	3,32	3,40	5,03	2,07
Rentabilita vlastních finančních zdrojů	(VH za úč. období + E.) / A.	87,26%	76,34%	72,85%	80,01%	105,15%	58,40%
Mzdová náročnost tržeb	C.1. / (I. + II.1.)	0,00%	0,00%	4,29%	4,20%	5,71%	5,07%

Ukazatele aktivity (doby obratu)		ŠKODA VAGONKA		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Obrat aktiv	(I. + II.1.) / aktiva celkem	1,70	1,19	0,92	1,10	0,71	1,02
Obrat zásob	(I. + II.1.) / C.I.	5,28	3,55	2,85	3,13	2,29	4,13
Doba obratu aktiv	aktiva celkem / [(I. + II.1.) / 360]	211,68	302,75	389,89	327,07	504,41	352,61
Doba obratu zásob	C.I. / [(I. + II.1.) / 360]	68,15	101,45	126,35	115,00	157,20	87,12
Doba inkasa pohledávek	(C.II. + C.III.) / [(I. + II.1.) / 360]	0,00	0,00	106,75	109,04	129,15	90,45
Doba splatnosti krátkodob. Záv	(B.III.) / [(I. + II.1.) / 360]	91,18	135,21	213,09	131,98	330,25	140,29
Obrat dlouhodobého majetku		14,39	10,60	9,06	11,82	8,44	7,64
Doba obratu dlouhodobého majetku		25,01	33,98	39,72	30,45	42,66	47,13

Ukazatele zadluženosti		ŠKODA VAGONKA					
		Roky					
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Equity Ratio	A. / aktiva celkem	48,17%	30,74%	30,16%	29,43%	19,90%	48,23%
Zadluženost	B. / aktiva celkem	50,33%	69,26%	69,84%	70,54%	79,68%	51,76%
Debt Ratio II.	(B. + C.) / aktiva celkem	50,33%	69,26%	69,84%	70,57%	80,10%	51,77%
Zadluženost vlastního kapitálu	B. / A.	1,04	2,25	2,32	1,94	4,00	1,07
Úrokové krytí I.	(VH před zdaň. + N.) / N.	-	-	1177,10	4057,92	223,10	430,29
Úrokové krytí II.	(VH před zdaň. + N. + E.) / N.	-	-	1209,54	4186,81	235,56	439,47
Cash Flow/((Cizí zdroje - Rezervy)/360))	(VH za úč. období + E.) / [(B. - B.I.)/360]	300,64	121,97	129,75	147,12	100,53	230,10
Úrokové zatížení		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dlouhodobá zadluženost		0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ukazatele likvidity		ŠKODA VAGONKA					
		Roky					
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Pracovní kapitál	C. - C.II. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	1 133	1 565	1 181	1 334	617	930
		929	672	028	022	229	363
Pracovní kapitál na aktiva	[C. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)] / aktiva celkem	42,59%	44,12%	32,87%	44,83%	21,05	46,81
						%	%
Ukazatele kapitalizace	B. / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.)	0,21	0,20	0,22	0,16	0,25	0,22
Běžná likvidita	C. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	1,99	1,99	1,64	2,24	1,40	2,18
Rychlá likvidita	(C.III. + C.IV.) / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	0,25	0,08	1,01	1,24	0,85	1,56
Penežní likvidita	C.IV. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	0,25	0,08	0,55	0,55	0,53	0,91
Doba splatnosti krátkodobých závazků	B.III. / [(I. + II.1.) / 360]	91,18	135,21	213,09	131,98	330,25	140,29
Rychlá standardizovaná		1,24	1,24	1,05	1,37	0,92	1,56

ŠKODA TRANSPORTATION, a. s.

Ukazatele rentability		ŠKODA TRANSPORTATION		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Rentabilita celkových aktiv	(VH před zdaň. + N.) / aktiva celkem	17,40%	17,34%	14,36%	12,71%	8,47%	23,57%
Rentabilita tržeb	(VH před zdaň. + N.) / (I. + II.1.)	54,06%	49,28%	48,34%	58,78%	28,90%	29,78%
Rentabilita kapitálu	(VH před zdaň. + N.) / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.)	27,81%	28,42%	24,02%	15,66%	10,03%	29,37%
Rentabilita vlastního kapitálu	VH za úč. období / A.	32,39%	36,12%	24,41%	19,05%	12,63%	40,71%
Rentabilita tržeb	VH za úč. období / (I. + II.1.)	51,93%	46,17%	44,81%	63,92%	31,72%	28,73%
Finanční páka	aktiva celkem / A.	1,94	2,22	1,83	1,38	1,36	1,79
Rentabilita vlastních finančních zdrojů	(VH za úč. období + E.) / A.	34,63%	38,96%	25,19%	20,17%	13,70%	41,38%
Mzdová náročnost tržeb	C.1. / (I. + II.1.)	0,00%	0,00%	0,00%	8,30%	6,26%	5,10%

Ukazatele aktivity (doby obratu)		ŠKODA TRANSPORTATION		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Obrat aktiv	(I. + II.1.) / aktiva celkem	0,32	0,35	0,30	0,22	0,29	0,79
Obrat zásob	(I. + II.1.) / C.I.	3,97	4,97	4,74	1,09	1,85	2,95
Doba obratu aktiv	aktiva celkem / [(I. + II.1.) / 360]	1118,70	1023,20	1211,84	1665,16	1228,46	454,83
Doba obratu zásob	C.I. / [(I. + II.1.) / 360]	90,58	72,48	75,88	331,78	194,32	122,02
Doba inkasa pohledávek	(C.II. + C.III.) / [(I. + II.1.) / 360]	18,53	259,40	336,22	210,25	96,49	95,21
Doba splatnosti krátkodob. Záv	(B.III.) / [(I. + II.1.) / 360]	460,55	458,37	487,29	240,00	191,41	88,05
Obrat dlouhodobého majetku		0,46	0,55	0,47	0,32	0,39	1,92
Doba obratu dlouhodobého majetku		787,32	652,85	770,82	1120,95	913,40	187,67

Ukazatele zadluženosti		ŠKODA TRANSPORTATION		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Equity Ratio	A. / aktiva celkem	51,58%	44,97%	54,54%	72,53%	73,57%	55,86%
Zadluženost	B. / aktiva celkem	48,42%	55,03%	45,46%	26,80%	26,43%	43,76%
Debt Ratio II.	(B. + C.) / aktiva celkem	48,42%	55,03%	45,46%	27,47%	26,43%	44,14%
Zadluženost vlastního kapitálu	B. / A.	0,94	1,22	0,83	0,40	0,36	0,78
Úrokové krytí I.	(VH před zdaň. + N.) / N.	-	-	-	125,72	165,97	-
Úrokové krytí II.	(VH před zdaň. + N. + E.) / N.	-	-	-	133,70	181,32	-
Cash Flow/((Cizí zdroje - Rezervy)/360))	(VH za úč. období + E.) / [(B. - B.I.)/360]	132,82	114,62	108,79	210,11	147,99	207,44
Úrokové zatížení		0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00
Dlouhodobá zadluženost		0,07	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00

Ukazatele likvidity		ŠKODA TRANSPORTATION		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Pracovní kapitál	C. - C.II. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	-8 898	-13 507	-9 444	1 977	1 048	2 010
		867	745	624	066	412	710
Pracovní kapitál na aktiva	[C. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)] / aktiva celkem	-45,52%	-62,89%	-41,69%	10,68%	7,28%	35,56%
Ukazatele kapitalizace	B. / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.)	1,13	1,05	1,06	0,83	0,88	0,51
Běžná likvidita	C. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	0,40	0,49	0,72	1,79	1,64	3,03
Rychlá likvidita	(C.III. + C.IV.) / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	0,05	0,07	0,09	0,49	0,45	1,45
Penežní likvidita	C.IV. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	0,05	0,07	0,09	0,01	0,13	0,57
Doba splatnosti krátkodobých závazků	B.III. / [(I. + II.1.) / 360]	460,55	458,37	487,29	240,00	191,41	88,05
Rychlá standardizovaná		0,29	0,39	0,60	0,70	0,63	1,65

DPOV PŘEROV, a. s.

Ukazatele rentability		DPOV PŘEROV		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Rentabilita celkových aktiv	(VH před zdaň. + N.) / aktiva celkem	5,08%	5,94%	5,92%	6,30%	7,77%	8,82%
Rentabilita tržeb	(VH před zdaň. + N.) / (I. + II.1.)	3,36%	4,24%	5,16%	4,73%	5,31%	8,13%
Rentabilita kapitálu	(VH před zdaň. + N.) / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.)	7,17%	10,11%	9,92%	9,19%	14,30%	16,15%
Rentabilita vlastního kapitálu	VH za úč. období / A.	6,11%	8,60%	6,76%	7,95%	12,00%	13,05%
Rentabilita tržeb	VH za úč. období / (I. + II.1.)	2,75%	3,43%	3,29%	3,87%	4,37%	6,40%
Finanční páka	aktiva celkem / A.	1,47	1,79	1,79	1,54	1,88	1,88
Rentabilita vlastních finančních zdrojů	(VH za úč. období + E.) / A.	9,30%	11,84%	9,64%	10,67%	14,60%	15,68%
Mzdová náročnost tržeb	C.1. / (I. + II.1.)	10,71%	9,86%	12,55%	12,84%	9,84%	13,16%

Ukazatele aktivity (doby obratu)		DPOV PŘEROV		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Obrat aktiv	(I. + II.1.) / aktiva celkem	1,51	1,40	1,15	1,33	1,46	1,09
Obrat zásob	(I. + II.1.) / C.I.	5,64	4,44	3,89	5,19	5,15	3,42
Doba obratu aktiv	aktiva celkem / [(I. + II.1.) / 360]	237,79	257,22	313,68	270,38	246,25	331,54
Doba obratu zásob	C.I. / [(I. + II.1.) / 360]	63,79	81,17	92,52	69,34	69,94	105,16
Doba inkasa pohledávek	(C.II. + C.III.) / [(I. + II.1.) / 360]	91,25	85,80	127,76	108,88	128,58	158,59
Doba splatnosti krátkodob. Záv	(B.III.) / [(I. + II.1.) / 360]	66,43	103,83	123,23	84,40	111,54	149,63
Obrat dlouhodobého majetku		4,61	5,90	4,73	5,83	9,98	7,42
Doba obratu dlouhodobého majetku		78,02	61,02	76,16	61,79	36,07	48,52

Ukazatele zadluženosti		DPOV PŘEROV		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Equity Ratio	A. / aktiva celkem	68,19%	55,86%	55,85%	64,77%	53,24%	53,27%
Zadluženost	B. / aktiva celkem	31,45%	43,93%	43,83%	34,98%	46,34%	46,49%
Debt Ratio II.	(B. + C.) / aktiva celkem	31,81%	44,14%	44,15%	35,23%	46,76%	46,73%
Zadluženost vlastního kapitálu	B. / A.	0,46	0,79	0,78	0,51	0,87	0,87
Úrokové krytí I.	(VH před zdaň. + N.) / N.	153,17	121,11	219,35	3835,00	-	-
Úrokové krytí II.	(VH před zdaň. + N. + E.) / N.	218,82	158,02	279,00	4909,83	-	-
Cash Flow/((Cizí zdroje - Rezervy)/360))	(VH za úč. období + E.) / [(B. - B.I.)/360]	74,69	55,99	45,63	74,04	61,74	65,99
Úrokové zatížení		0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Dlouhodobá zadluženost		0,02	0,01	0,02	0,02	0,00	0,00

Ukazatele likvidity		DPOV PŘEROV		Roky			
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Pracovní kapitál	C. - C.II. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	296	323	315	328	326	289
		137	300	206	753	234	965
Pracovní kapitál na aktiva	[C. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)] / aktiva celkem	37,78%	34,60%	35,14%	44,99%	39,73%	40,09%
Ukazatele kapitalizace	B. / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.)	0,46	0,40	0,41	0,33	0,27	0,27
Běžná likvidita	C. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	2,31	1,84	1,88	2,45	1,88	1,89
Rychlá likvidita	(C.III. + C.IV.) / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	1,38	1,07	1,14	1,62	1,25	1,19
Penežní likvidita	C.IV. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	0,05	0,26	0,12	0,34	0,10	0,13
Doba splatnosti krátkodobých závazků	B.III. / [(I. + II.1.) / 360]	66,43	103,83	123,23	84,40	111,54	149,63
Rychlá standardizovaná		1,38	1,07	1,14	1,63	1,25	1,19

ŽOS ZVOLEN, a. s.

Ukazatele rentability		ŽOS ZVOLEN		Roky		
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008
Rentabilita celkových aktiv	(VH před zdaň. + N.) / aktiva celkem	2,38%	3,85%	5,11%	5,24%	7,36%
Rentabilita tržeb	(VH před zdaň. + N.) / (I. + II.1.)	3,25%	5,26%	4,16%	4,43%	5,33%
Rentabilita kapitálu	(VH před zdaň. + N.) / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.)	5,91%	8,94%	9,42%	12,14%	14,67%
Rentabilita vlastního kapitálu	VH za úč. období / A.	0,39%	6,69%	8,84%	9,80%	10,81%
Rentabilita tržeb	VH za úč. období / (I. + II.1.)	0,16%	2,56%	2,74%	3,13%	3,65%
Finanční páka	aktiva celkem / A.	3,26	3,57	2,63	2,64	2,15
Rentabilita vlastních finančních zdrojů	(VH za úč. období + E.) / A.	17,43%	22,76%	21,99%	20,67%	20,21%
Mzdová náročnost tržeb	C.1. / (I. + II.1.)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Ukazatele aktivity (doby obratu)		ŽOS ZVOLEN		Roky		
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008
Obrat aktiv	(I. + II.1.) / aktiva celkem	0,73	0,73	1,23	1,18	1,38
Obrat zásob	(I. + II.1.) / C.I.	2,63	3,28	4,44	4,38	4,18
Doba obratu aktiv	aktiva celkem / [(I. + II.1.) / 360]	490,90	491,32	292,95	304,41	260,91
Doba obratu zásob	C.I. / [(I. + II.1.) / 360]	137,10	109,68	81,13	82,16	86,05
Doba inkasa pohledávek	(C.II. + C.III.) / [(I. + II.1.) / 360]	112,63	161,78	49,19	113,40	72,28
Doba splatnosti krátkodob. Záv	(B.III.) / [(I. + II.1.) / 360]	130,44	131,61	83,92	122,52	97,40
Obrat dlouhodobého majetku		1,52	1,73	2,22	3,37	3,60
Doba obratu dlouhodobého majetku		236,84	208,36	161,98	106,70	99,89

Ukazatele zadluženosti		ŽOS ZVOLEN		Roky		
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008
Equity Ratio	A. / aktiva celkem	30,64%	28,00%	38,01%	37,82%	46,52%
Zadluženost	B. / aktiva celkem	69,36%	70,49%	61,19%	61,89%	53,07%
Debt Ratio II.	(B. + C.) / aktiva celkem	71,24%	72,00%	61,99%	62,18%	53,48%
Zadluženost vlastního kapitálu	B. / A.	2,26	2,52	1,61	1,63	1,14
Úrokové krytí I.	(VH před zdaň. + N.) / N.	1,23	2,56	5,51	6,91	6,53
Úrokové krytí II.	(VH před zdaň. + N. + E.) / N.	3,91	5,54	10,90	12,34	10,42
Cash Flow/((Cizí zdroje - Rezervy)/360))	(VH za úč. období + E.) / [(B. - B.I.)/360]	28,00	32,81	49,82	46,06	64,84
Úrokové zatížení		0,82	0,39	0,18	0,14	0,15
Dlouhodobá zadluženost		0,05	0,11	0,10	0,01	0,01

Ukazatele likvidity		ŽOS ZVOLEN		Roky		
Text	Upravený vzorec	2012	2011	2010	2009	2008
Pracovní kapitál	C. - C.II. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	-3 004 440	-2 504 689	-182 458	3 243 059	3 894 735
Pracovní kapitál na aktiva	[C. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)] / aktiva celkem	-6,21%	-4,46%	-0,44%	7,83%	11,96%
Ukazatele kapitalizace	B. / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.)	1,20	0,98	1,02	0,81	0,76
Běžná likvidita	C. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	0,89	1,04	0,99	1,14	1,24
Rychlá likvidita	(C.III. + C.IV.) / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	0,41	0,52	0,37	0,66	0,57
Penežní likvidita	C.IV. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)	0,01	0,04	0,00	0,00	0,01
Doba splatnosti krátkodobých závazků	B.III. / [(I. + II.1.) / 360]	130,44	131,61	83,92	122,52	97,40
Rychlá standardizovaná		0,41	0,63	0,37	0,66	0,57

Rozpadový ukazatel rentability vlastního kapitálu (EAT/VK)

2012 - VRCHOLOVÝ UKAZATEL EAT/VK							
Ukazatel	CZ LOKO	PARS NOVA	ŠKODA TRANSP.	ŠKODA VAGONKA	DPOV PŘEROV	ŽOS ZVOLEN	
ČZ/VK	14,25%	51,81%	32,39%	83,77%	6,11%	0,39%	Vrchol
ČZ/Z	87,03%	83,57%	96,06%	81,42%	81,98%	5,06%	1. patro
AKT/VK	225,46%	190,78%	193,87%	204,49%	146,65%	326,34%	
T/AKT	147,88%	139,59%	32,18%	172,67%	151,39%	73,33%	
Z/T	4,91%	23,28%	54,06%	29,14%	3,36%	3,25%	
T/ZAS	802,20%	805,67%	397,46%	528,21%	564,37%	262,59%	Základna
ZAS/AKT	18,43%	17,33%	8,10%	32,69%	26,82%	27,93%	
1-N/T	4,91%	23,28%	54,06%	29,14%	3,36%	3,25%	
MAT/T	7,61%	0,00%	0,00%	0,00%	12,32%	21,04%	
ODP/T	2,27%	1,60%	3,59%	0,99%	1,44%	7,12%	
FN/T	2,17%	0,43%	5,82%	0,30%	0,24%	0,09%	
OSTN/T	73,24%	74,70%	36,54%	69,57%	71,92%	68,50%	
MZD/T	9,81%	0,00%	0,00%	0,00%	10,71%	0,00%	
MZD/P	14,50%	0,00%	0,00%	0,00%	16,22%	0,00%	
T/P	147,88%	139,59%	32,18%	172,67%	151,39%	73,33%	

Příloha č. 3 – Finanční plány

Plány rozvahy

AKTIVA b	Česká spořitelna				MFČR				Komerční banka			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM (ř. 02 + 03 + 31 + 63)	1 538 663	1 677 366	1 800 235	1 910 554	1 559 497	1 708 894	1 828 124	1 903 402	1 531 719	1 610 476	1 700 732	1 789 054
Pohledávky za upsaný základní kapitál												
Dlouhodobý majetek (ř. 04 + 13 + 23)	637 778	662 918	682 618	705 625	637 778	662 492	682 192	703 792	637 778	654 518	674 218	669 518
Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 až 12)	2 383	2 133	1 833	756	2 383	2 133	1 833	794	2 383	2 133	1 833	1 509
Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Software	1 579	1 414	1 215	501	1 579	1 414	1 215	526	1 579	1 414	1 215	1 000
Ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	113	102	87	36	113	102	87	38	113	102	87	72
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	690	618	531	219	690	618	531	230	690	618	531	437
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 14 až 22)	615 812	641 202	661 202	685 286	615 812	640 775	660 775	683 415	615 812	632 802	652 802	648 426
Pozemky	12 432	12 432	12 432	12 432	12 432	12 432	12 432	12 432	12 432	12 432	12 432	12 432
Stavby	312 399	332 789	347 789	351 783	312 399	332 362	347 362	350 959	312 399	324 389	339 389	335 558
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	290 881	295 881	300 881	320 971	290 881	295 881	300 881	319 923	290 881	295 881	300 881	300 336
Pěstitelské celky trvalých porostů												
Dospělá zvířata a jejich skupiny												
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek												
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek												
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku												

Dlouhodobý finanční majetek (ř. 24 až 30)	19 583	19 583	19 583	19 583	19 583	19 583	19 583	19 583	19 583	19 583	19 583	19 583
Podíly v ovládaných a řízených osobách	563	563	563	563	563	563	563	563	563	563	563	563
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	1 246	1 246	1 246	1 246	1 246	1 246	1 246	1 246	1 246	1 246	1 246	1 246
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	18 500	18 500	18 500	18 500	18 500	18 500	18 500	18 500	18 500	18 500	18 500	18 500
Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv												
Jiný dlouhodobý finanční majetek												
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek												
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek												

AKTIVA b	Česká spořitelna				MFČR				Komerční banka			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Oběžná aktiva (ř. 32 + 39 + 48 + 58)	897	1 010	1 114	1 201	918	1 042	1 142	1 196	890	952	1 022	1 116
	368	932	100	413	203	886	416	094	425	442	998	020
Zásoby (ř. 33 až 38)	297				304				295	306		
	778	327 620	365 857	405 539	457	337 794	375 129	403 439	552	276	333 179	364 164
Materiál	181				185				180	186		
	729	199 941	223 277	247 494	805	206 150	228 935	246 212	370	915	203 334	222 243
Nedokončená výroba a polotovary	107				110				107	110		
	889	118 701	132 555	146 932	309	122 387	135 914	146 171	082	968	120 715	131 942
Výrobky	2 200	2 420	2 703	2 996	2 249	2 496	2 771	2 981	2 184	2 263	2 462	2 690
Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zboží	5 960	6 557	7 323	8 117	6 094	6 761	7 508	8 075	5 916	6 130	6 669	7 289
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé pohledávky (ř. 40 až 47)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky z obchodních vztahů												
Pohledávky - ovládající a řídicí osoba												
Pohledávky - podstatný vliv												
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení												
Dlouhodobé poskytnuté zálohy												
Dohadné účty aktivní												

Jiné pohledávky													
Odložená daňová pohledávka													
Krátkodobé pohledávky (ř. 49 až 57)	554				566				550	514			
	163	549 986	554 024	553 970	593	567 065	568 064	551 101	020	154	504 540	497 451	
Pohledávky z obchodních vztahů	502				513				498	466			
	289	498 502	502 163	502 114	555	513 983	514 889	499 513	534	025	457 311	450 886	
Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Stát - daňové pohledávky	45 222	44 881	45 210	45 206	46 236	46 274	46 356	44 972	44 883	41 957	41 172	40 594	
Krátkodobé poskytnuté zálohy	3 278	3 254	3 277	3 277	3 352	3 355	3 360	3 260	3 254	3 042	2 985	2 943	
Dohadné účty aktivní	639	635	639	639	654	654	655	636	635	593	582	574	
Jiné pohledávky	2 735	2 714	2 734	2 734	2 796	2 799	2 804	2 720	2 715	2 538	2 490	2 455	
Krátkodobý finanční majetek (ř. 59 až 62)	45 427	133 326	194 219	241 903	47 152	138 028	199 223	241 555	44 853	132	185 279	254 405	
Peníze	4 283	50 628	65 757	66 655	5 512	52 447	67 366	66 301	3 873	46 813	60 084	59 679	
Účty v bankách	41 144	82 698	128 462	175 248	41 640	85 581	131 857	175 254	40 980	85 198	125 195	194 726	
Krátkodobé cenné papíry a podíly													
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek													
Časové rozlišení (ř. 64 až 66)	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	
Náklady příštích období	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	3 516	
Komplexní náklady příštích období													
Příjmy příštích období													

PASIVA	Česká spořitelna				MFČR				Komerční banka			
b	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
PASIVA CELKEM (ř. 68 + 86 + 119)	1 538 663	1 677 366	1 800 234	1 910 554	1 559 497	1 708 894	1 828 124	1 903 400	1 531 719	1 610 476	1 700 732	1 789 054
Vlastní kapitál + 79 + 82 + 85) (ř. 69 + 73)	685 762	768 136	816 663	854 091	687 989	772 154	820 219	852 288	685 021	758 960	802 927	837 995
Základní kapitál (ř. 70 až 72)	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000
Základní kapitál	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000	210 000
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)												
Změny základního kapitálu												
Kapitálové fondy (ř. 74 až 78)												
Emisní ážio												
Ostatní kapitálové fondy												
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků												
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společností												
Rozdíly z přeměn společností												
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř. 80 + 81)	42 324	42 324	42 324	42 324	42 324	42 324	42 324	42 324	42 324	42 324	42 324	42 324
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	42 000	42 000	42 000	42 000	42 000	42 000	42 000	42 000	42 000	42 000	42 000	42 000
Statutární a ostatní fondy	324	324	324	324	324	324	324	324	324	324	324	324
Výsledek hospodaření minulých let (ř. 83 + 84)	395 456	433 999	460 226	490 449	395 456	433 999	460 226	490 449	395 456	433 999	460 226	490 449
Nerozdělený zisk minulých let	395 456	433 999	460 226	490 449	395 456	433 999	460 226	490 449	395 456	433 999	460 226	490 449
Neuhrazená ztráta minulých let												
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	80 306	124 137	146 437	153 642	82 533	128 155	149 993	151 839	79 565	114 961	132 701	137 546
Cizí zdroje (ř. 87 + 92 + 103 + 115)	852 055	908 385	982 726	1 055 618	870 662	935 895	1 007 060	1 050 267	845 853	850 670	896 960	950 213
Rezervy (ř. 88 až 91)	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500
Rezervy podle zvláštních právních předpisů												
Rezerva na důchody a podobné závazky												
Rezerva na daň z příjmů												
Ostatní rezervy	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500	22 500

Dlouhodobé závazky (ř. 93 až 102)	27 266	29 093	31 507	33 870	27 877	29 996	32 306	33 695	27 062	27 197	28 693	30 415
Závazky z obchodních vztahů												
Závazky - ovládající a řídící osoba	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
Závazky - podstatný vliv												
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení												
Dlouhodobé přijaté zálohy												
Vydané dluhopisy												
Dlouhodobé směnky k úhradě												
Dohadné účty pasivní												
Jiné závazky												
Odložený daňový závazek	7 266	9 093	11 507	13 870	7 877	9 996	12 306	13 695	7 062	7 197	8 693	10 415

PASIVA	Česká spořitelna				MFČR				Komerční banka			
b	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Krátkodobé závazky (ř. 104 až 114)	484 981	518 224	562 050	605 078	495 859	534 317	576 293	601 944	481 355	484 463	511 848	543 345
Závazky z obchodních vztahů												
Závazky - ovládající a řídící osoba												
Závazky - podstatný vliv												
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení												
Závazky k zaměstnancům												
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění												
Stát - daňové závazky a dotace												
Krátkodobé přijaté zálohy												
Vydané dluhopisy												
Dohadné účty pasivní												
Jiné závazky												
Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 116 až 118)	317 309	338 568	366 669	394 170	324 426	349 082	375 961	392 128	314 936	316 511	333 919	353 954
Bankovní úvěry dlouhodobé												
Krátkodobé bankovní úvěry												
Krátkodobé finanční výpomoci												
Časové rozlišení (ř. 120 + 121)	845	845	845	845	845	845	845	845	845	845	845	845
Výdaje příštích období												
Výnosy příštích období												

Plány výkazu zisku a ztráty

TEXT	Česká spořitelna				MFCR				Komerční banka			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
b												
Tržby za prodej zboží	42 960	45 839	49 643	53 366	43 924	47 262	50 901	53 090	42 639	42 852	45 209	47 922
Náklady vynaložené na prodané zboží	32 947	35 155	38 073	40 928	33 686	36 247	39 038	40 716	32 701	32 865	34 672	36 752
Obchodní marže (ř. 01 - 02)	10 013	10 684	11 571	12 438	10 237	11 016	11 864	12 374	9 938	9 988	10 537	11 169
Výkony (ř. 05 až 07)	2 284	2 437	2 639	2 837	2 335	2 512	2 706	2 822	2 266	2 278	2 403	2 547
	041	071	348	299	271	752	234	602	964	299	605	821
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 273	2 426	2 627	2 824	2 324	2 501	2 694	2 809	2 256	2 268	2 392	2 536
	716	055	418	474	715	394	001	843	716	000	740	304
Změna stavu zásob vlastní činnosti	9 338	9 963	10 790	11 599	9 547	10 273	11 064	11 539	9 268	9 314	9 826	10 416
Aktivace	987	1 053	1 141	1 226	1 009	1 086	1 169	1 220	980	985	1 039	1 101
Výkonová spotřeba (ř. 09 + 10)	1 850	1 949	2 092	2 249	1 892	2 009	2 145	2 237	1 836	1 822	1 905	2 019
	814	231	277	198	327	762	299	548	975	241	398	722
Spotřeba materiálu a energie	1 242	1 299	1 389	1 493	1 270	1 340	1 424	1 485	1 233	1 215	1 265	1 340
	290	936	091	273	154	304	293	538	001	247	019	921
Služby	608 524	649 295	703 186	755 925	622 173	669 458	721 006	752 010	603 974	606 994	640 379	678 801
Přidaná hodnota (ř. 03 + 04 - 08)	443 240	498 524	558 641	600 539	453 182	514 006	572 798	597 428	439 927	466 045	508 744	539 268
Osobní náklady (ř. 13 až 16)	331 393	344 744	373 358	401 360	338 826	355 450	382 819	399 281	328 915	322 284	340 010	360 411
Mzdové náklady	241 384	257 557	278 934	299 854	246 798	265 555	286 002	298 301	239 579	240 777	254 020	269 261
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	2 098	2 192	2 374	2 552	2 145	2 260	2 435	2 539	2 082	2 050	2 162	2 292
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	81 079	82 448	89 291	95 988	82 897	85 008	91 554	95 491	80 472	77 077	81 316	86 195
Sociální náklady	6 833	2 547	2 759	2 966	6 986	2 626	2 829	2 950	6 782	2 381	2 512	2 663
Daně a poplatky	3 206	781	846	909	3 278	805	867	904	3 182	730	770	816
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	43 542	46 460	50 316	54 090	44 519	47 903	51 591	53 809	43 217	43 433	45 822	48 571
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 20 + 21)	25 431	27 134	29 387	31 591	26 001	27 977	30 131	31 427	25 240	25 367	26 762	28 367
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	16 929	18 063	19 562	21 029	17 308	18 624	20 058	20 920	16 802	16 886	17 815	18 884
Tržby z prodeje materiálu	8 502	9 072	9 825	10 561	8 693	9 353	10 074	10 507	8 438	8 481	8 947	9 484
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 23 + 24)	15 213	16 232	17 579	18 898	15 554	16 736	18 025	18 800	15 099	15 174	16 009	16 970

Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	12 251	13 072	14 157	15 219	12 526	13 478	14 516	15 140	12 160	12 220	12 892	13 666
Prodaný materiál	2 962	3 160	3 422	3 679	3 028	3 258	3 509	3 660	2 939	2 954	3 117	3 304
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	13 035	13 908	15 062	16 192	13 327	14 340	15 444	16 108	12 937	13 002	13 717	14 540
Ostatní provozní výnosy	46 567	49 687	53 811	57 847	47 611	51 230	55 175	57 547	46 219	46 450	49 005	51 945
Ostatní provozní náklady	13 919	14 851	16 084	17 290	14 231	15 312	16 491	17 200	13 814	13 884	14 647	15 526
Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provozní výsledek hospodaření [ř. 11 - 12 - 17 - 18 + 19 - 22 - 25 + 26 - 27 + (-28) - (-29)]	94 930	138 370	168 594	181 238	97 060	142 667	172 867	180 299	94 221	129 354	153 536	162 747

TEXT	Česká spořitelna				MFCR				Komerční banka			
b	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř. 34 až 36)	8 006	8 542	9 251	9 945	8 186	8 808	9 486	9 894	7 946	7 986	8 425	8 931
Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	5 658	6 037	6 538	7 028	5 784	6 224	6 703	6 992	5 615	5 643	5 954	6 311
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	2 349	2 506	2 714	2 917	2 401	2 584	2 783	2 902	2 331	2 343	2 471	2 620
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	304	324	351	378	311	334	360	376	302	303	320	339
Nákladové úroky	6 533	6 970	7 549	8 115	6 679	7 187	7 740	8 073	6 484	6 516	6 875	7 287
Ostatní finanční výnosy	45 363	48 402	52 419	56 351	46 380	49 905	53 748	56 059	45 023	45 249	47 737	50 602
Ostatní finanční náklady	42 802	45 670	49 461	53 170	43 762	47 088	50 714	52 895	42 482	42 695	45 043	47 745
Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanční výsledek hospodaření [(ř. 31 - 32 + 33 + 37 - 38 + 39 - 40 - 41 + 42 - 43 + 44 - 45 + (- 46) - (- 47)]	4 338	4 628	5 013	5 389	4 435	4 772	5 140	5 361	4 305	4 327	4 565	4 839
Daň z příjmů za běžnou činnost (ř. 50 + 51)	18 962	18 861	27 170	32 985	18 962	19 284	28 013	33 821	18 962	18 720	25 399	30 039
- splatná	18 962	18 861	27 170	32 985	18 962	19 284	28 013	33 821	18 962	18 720	25 399	30 039
- odložená	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř. 30 + 48 - 49)	80 306	124 137	146 437	153 642	82 533	128 155	149 993	151 839	79 565	114 961	132 701	137 546
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř. 56 + 57)												
- splatná	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- odložená	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření (ř. 53 - 54 - 55)												
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř. 52 + 58 - 59)	80 306	124 137	146 437	153 642	82 533	128 155	149 993	151 839	79 565	114 961	132 701	137 546
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-) (ř. 30 + 48 + 53 - 54)	99 268	142 998	173 607	186 627	101 495	147 439	178 006	185 660	98 527	133 681	158 100	167 586